

# Le Franc Français

## Postérieurement à Septembre 1936

par

**L. - R. JANSON DE COUET**

---

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT  
présentée et soutenue le 3 juin 1939

---

MEMBRES DU JURY

Président de thèse : **M. LESCURE**, Professeur

Assesseurs : **MM. BAUDIN** et **PERROUX**, Professeurs

---

PARIS - 5°

LIBRAIRIE SOCIALE ET ÉCONOMIQUE

3, Rue Soufflot, 3

---

1939





Digitized by the Internet Archive  
in 2026

[https://archive.org/details/IA41547904\\_0029](https://archive.org/details/IA41547904_0029)



**LE FRANC FRANÇAIS**  
**POSTÉRIEUREMENT A SEPTEMBRE 1936**



# Le Franc Français

## Postérieurement à Septembre 1936

par

**L. - R. JANSON DE COUET**

---

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT  
présentée et soutenue le 3 juin 1939

---

MEMBRES DU JURY

Président de thèse : **M. LESCURE**, Professeur

Assesseurs : **MM. BAUDIN** et **PERROUX**, Professeurs

---

PARIS - 5.

LIBRAIRIE SOCIALE ET ÉCONOMIQUE  
3, Rue Soufflot, 3

---

1939

*La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.*



## INTRODUCTION

---

Les accidents monétaires ont pris depuis la guerre de 1914-1918 une importance considérable. Depuis vingt ans, en effet, la plupart des monnaies ont subi par la volonté des dirigeants ou par suite des circonstances, des variations de valeur et des changements de régime.

Le franc français n'a pas été exempt de ces vicissitudes.

Après l'abandon, en 1914, de l'étalon métallique qui avait assuré la stabilité monétaire depuis un siècle, les dépenses dues à la guerre, puis la gestion déplorable des finances publiques pendant les années qui suivirent, entraînèrent une rapide baisse de valeur du franc. Un redressement financier de 1926 à 1928 permit d'arrêter cette dépréciation, de stabiliser le franc et d'établir le régime de l'étalon-or. Mais huit ans plus tard, le franc devait connaître de nouvelles aventures, puisqu'en septembre 1936, il devait abandonner le régime de l'étalon-or pour traverser à nouveau une période d'instabilité et de dépréciation.

C'est cette nouvelle crise monétaire qui fera l'objet de cette étude. Nous retracerons, d'abord rapidement, les événements qui l'ont précédée ; puis nous passerons en revue

les phénomènes qui nous permettront de suivre son évolution. Abordant ensuite la crise monétaire elle-même, nous en poursuivrons l'étude sous les trois régimes monétaires auxquels le franc a été successivement soumis depuis que l'étalon-or a été abandonné en France.

Enfin, nous examinerons quelle est actuellement la situation du franc, comment se présente son avenir et quelles sont les conditions de sa stabilité future.

## CHAPITRE PREMIER

---

### De la Stabilisation de 1928 à la Dévaluation de 1936

---

La loi monétaire du 25 juin 1928 avait stabilisé le franc, définissant sa nouvelle valeur par 65 mg. 5 d'or au titre de 900 millièmes de fin. Survenue après un assainissement de la situation des finances publiques et précédée d'une période de stabilité de fait d'une durée de dix-huit mois, cette stabilisation laissait espérer que la valeur du franc ne serait plus remise en question. La reprise de la convertibilité assurait d'ailleurs le maintien de cette valeur puisque le franc était désormais sous le régime du gold bullion standard et que les billets de banque pouvaient à tout moment être échangés contre de l'or en lingots à condition que ce fût au siège central de la Banque de France et pour une quantité minima fixée à 215.000 francs.

La couverture de la monnaie solidement assurée permet-

tait d'abandonner sans danger le cours forcé ; si l'encaisse-or de l'institut d'émission était de 28,9 milliards ne représentant que 45,40 % des engagements à vue de la Banque de France, il s'y ajoutait 15,9 milliards en devises représentant des disponibilités à vue sur l'étranger immédiatement convertibles en or. Les importations de capitaux qui se sont produites les années suivantes ont encore renforcé la situation du franc et en décembre 1934, l'encaisse-or, bien qu'elle ait été en diminution par rapport à son montant maximum, était encore de 82.124 millions et relativement à un total d'engagements à vue de 102.488 millions faisait ressortir un pourcentage de couverture de 80,13 %.

Mais à cette date, la crise économique mondiale qui sévissait depuis 1930 a commencé à produire ses effets en France. Elle se trouve même aggravée du fait de l'écart qui s'est formé entre les prix nationaux et les prix étrangers ; freinés dans leur baisse, par des mesures de protection douanière, alors que la dévaluation de 40 % subie par la livre, après septembre 1931, et par le dollar en 1933, a fait fléchir les prix anglo-saxons, les prix français sont très élevés par rapport à la plupart des prix mondiaux, et nos produits sont, de ce fait, mis en état d'infériorité pour lutter contre les produits étrangers.

Comme, d'autre part, les pouvoirs publics s'étaient laissé entraîner à augmenter les dépenses de l'Etat, il se produit du fait du ralentissement de l'activité économique un déséquilibre grandissant entre les dépenses et les recettes de l'Etat.

Pour remédier à cet état de choses, l'effort à faire est considérable. Il se crée un courant d'opinion selon lequel il serait nécessaire, pour assainir la situation économique et financière française, de recourir à une dévaluation du franc. Aussi, les capitaux, prévoyant la possibilité d'une baisse de valeur de la monnaie, s'enfuient-ils vers les pays où la dévaluation ayant déjà été réalisée, il n'y a plus de craintes à avoir sur la stabilité de l'unité monétaire. Ces sorties de capitaux entraînent, par suite de l'importante demande de devises étrangères nécessaires à leur transfert, des pertes d'or pour la France. Celles-ci sont particulièrement fortes aux mois de mai et de novembre 1935, malgré le relèvement du taux de l'escompte.

Cependant, au mois de juin 1935, un essai de déflation est entrepris pour restreindre le budget de l'Etat, le mettre en accord avec une activité économique réduite et permettre aux prix français de baisser pour se mettre au niveau des prix mondiaux. Malgré cette tentative dont le succès aurait permis le maintien de la valeur du franc, l'encaisse-or de l'institut d'émission diminue de 16 milliards environ, passant de 82 à 66 milliards.

Au début de 1936, la tentative de déflation est abandonnée sans que le résultat cherché ait été obtenu. Les prix français sont encore plus élevés que les prix britanniques, le déficit de l'Etat persiste et, pour alimenter la trésorerie, il a été nécessaire de recourir à l'escompte direct des bons du Trésor par l'institut d'émission pour suppléer au manque de capitaux disponibles. Une dévaluation devient de

plus en plus probable; les capitaux sortent en quantité, d'autant plus que des menaces de toutes sortes leur sont adressées, et, à la fin de juin, malgré l'obtention d'un crédit de 40 millions de livres au mois de février, l'encaisse de la Banque de France n'est plus que de 54 milliards, marquant un recul de 12 milliards sur la fin de l'année précédente.

Le ministère qui prend le pouvoir à cette date, appliquant une autre solution au problème, veut rétablir l'équilibre des finances publiques en augmentant « le pouvoir d'achat des masses ». Il attend, en effet, de celui-ci une restauration de l'économie nationale et il affirme sa volonté de ne pas dévaluer.

Des mesures sociales sont prises dans le but d'augmenter les salaires et d'améliorer les conditions de vie des ouvriers; mais ces mesures, en créant des charges supplémentaires et en faisant baisser le rendement, amènent une augmentation des prix.

L'écart grandit entre nos prix et les prix mondiaux, compromettant de plus en plus nos chances dans le commerce international. Par ailleurs, les échanges intérieurs se ralentissent, car l'augmentation des salaires se trouve compensée par la hausse des prix pour les ouvriers, alors que le pouvoir d'achat des autres groupes sociaux est diminué.

Dans ces conditions, l'activité économique se ralentit encore, montrant l'échec de cette nouvelle politique.

Si les mesures sociales n'ont pu ranimer l'économie, elles ont, en revanche, rendu inévitable la dévaluation. Les

charges de l'Etat ont été augmentées sans que, parallèlement, ses ressources se soient accrues, l'essor économique ne s'étant pas produit et le compte d'avances provisoires que la Banque de France a dû ouvrir au mois de juin à l'Etat pour faire face au déficit, menace d'être épuisé rapidement.

La différence qui s'est formée entre les dépenses et les recettes de l'Etat, d'une part, et entre les prix français et les prix étrangers, d'autre part, est devenue trop importante pour qu'il puisse y être remédié sans une diminution de valeur du franc. Devant cette perspective, des sorties massives de capitaux se produisent dès le début de septembre, et par suite l'encaisse de la Banque de France se vide de son or à un rythme inquiétant. Elle perd 652 millions dans la semaine du 4 au 11 septembre, 841 millions dans celle du 11 au 18 et 2.580 millions dans celle du 18 au 25. Ces pertes d'or, de plus de 4 milliards en trois semaines, ramènent l'encaisse de 54 milliards 184 millions à 50 milliards 111 millions.

Bien que le pourcentage de couverture soit encore de 54 %, c'est-à-dire très supérieur au minimum légal de 35 %, cet appauvrissement deviendrait rapidement dangereux si les sorties d'or se poursuivaient ainsi.

D'autre part, au point de vue de la sécurité nationale, il est nécessaire que le stock d'or ne tombe pas au-dessous d'une certaine limite. En cas de conflit, en effet, c'est lui qui serait appelé à servir de trésor de guerre. Le chef du Gouvernement lui-même estime qu'à ce point de vue, il ne

faut pas laisser tomber l'encaisse-or à moins de 50 milliards. Or, à la fin de septembre, celle-ci est à peu près réduite à ce chiffre; elle lui est même inférieure, si l'on tient compte du fait qu'elle est hypothéquée à concurrence de 3 milliards par le remboursement du crédit de 40 millions de livres qui devra être effectué avant la fin de l'année.

Dans ces conditions, pour défendre l'encaisse, le Gouvernement est amené à suspendre le fonctionnement de l'éta-lon-or. Déjà, le 26 septembre, les bourses de valeurs sont fermées et la convertibilité des billets est pratiquement suspendue, puisque le montant minimum, pour lequel la Banque est tenue de fournir de l'or contre les billets, est élevé de 215.000 francs à 5 milliards.

Puis, par un décret du 29 septembre, « est prohibée, à titre provisoire, la sortie ainsi que la réexportation en suite d'entrepôt, de dépôt, de transit ou de transbordement de l'or brut en masses, lingots, barres, poudre, objets détruits et des monnaies d'or ». C'est la mise de l'embargo sur l'or.

Enfin, la loi monétaire du 1<sup>er</sup> octobre 1936 consacre la dévaluation et fixe le nouveau statut du franc.

## CHAPITRE II

---

### Indices qui permettent d'apprécier la solidité de la monnaie

---

La dévaluation de 1936 a été annoncée longtemps à l'avance par la faiblesse dont le franc a fait preuve depuis le début de 1935 et qui s'est manifestée par des sorties d'or continues, dues à la tension des *changes* au comptant et par l'existence d'un déport anormalement élevé sur le franc à terme. Les mouvements d'or et l'évolution du marché des *changes* à terme sont, en effet, les deux principaux indices à l'aide desquels on peut prévoir l'avenir de la monnaie.

Avant d'aborder l'étude du franc depuis qu'il n'est plus sous le régime de l'étalon-or, il n'est pas inutile d'étudier ces phénomènes et de rechercher comment ils peuvent être des guides précieux pour apprécier la solidité de la monnaie.

### 1° Les changes au comptant et les mouvements d'or

Le cours d'une monnaie est fixé sur le marché des changes en fonction de l'offre et de la demande de cette monnaie. Si elle est très offerte et peu demandée, son prix baisse; en raison de cette baisse, certaines offres se retirent et certaines demandes apparaissent, le prix devenant moins intéressant pour les vendeurs, mais plus avantageux pour les acheteurs. Si, au contraire, la monnaie est très demandée et peu offerte, son prix monte; du fait de cette hausse, certaines demandes disparaissent et de nouvelles offres interviennent, le prix devenant trop élevé pour une partie des acheteurs, mais suffisamment rémunérateur pour de nouveaux vendeurs. Le prix pour lequel l'offre est égale à la demande, à un moment donné, constitue le cours de la monnaie à ce moment.

L'offre et la demande de monnaie varient à tout moment, selon l'état de la balance des paiements, et entraînent des variations du cours des changes. Sous le régime de l'étalon-or, ces variations restent comprises entre des limites très étroites, puisque l'or est échangé à la place des devises dès que le cours de la monnaie dépasse les points d'or, c'est-à-dire dès qu'il s'écarte du pair d'une somme supérieure à celle que représentent les frais de transport et d'assurance de l'or; c'est alors par des envois d'or que se manifeste le déséquilibre de la balance des paiements.

Ces envois d'or sont toujours graves pour l'avenir de

l'unité monétaire lorsqu'ils sont importants et durables. En même temps qu'ils agissent sur la monnaie, en compromettant sa couverture, ils sont le symptôme d'une mauvaise situation de l'économie et des finances du pays dont les conséquences risquent d'entraîner une dépréciation de la monnaie. En effet, lorsque le déficit de la balance des paiements est considérable, il est dû en grande partie à des exportations de capitaux; si celles-ci se poursuivent malgré l'existence d'un taux d'intérêt élevé assurant un rendement meilleur dans le pays considéré, il faut conclure qu'une baisse de valeur est à craindre et que les capitaux se convertissent en monnaie étrangère pour ne pas subir une perte de valeur qui serait égale à la dépréciation monétaire.

Lorsque la suppression de l'étalon-or interdit les mouvements d'or, le déséquilibre de la balance des paiements se traduit uniquement par les variations du cours des changes au comptant, dont rien ne vient plus limiter l'ampleur. Au lieu de se manifester par des envois d'or et de constituer seulement un symptôme inquiétant pour l'avenir de la monnaie, il agit directement sur celle-ci, dont la dépréciation se trouve immédiatement réalisée.

Mais entre les deux régimes opposés de l'étalon-or et de la monnaie errante, il y a place pour un système monétaire où la monnaie est surveillée par un fonds d'égalisation des changes par l'intermédiaire duquel les mouvements d'or restent possibles. Dans ce cas, le déséquilibre de la balance des paiements a simultanément, ou alternativement, pour conséquence des mouvements d'or et des variations du

cours des changes. Sous ce régime, les mouvements d'or restent, dans la mesure où ils se produisent, une indication utile pour connaître la tendance future de la monnaie.

## 2° Le marché des changes à terme

Les opérations traitées sur le marché des changes à terme sont nécessitées par :

- les besoins du commerce international;
- les arbitrages de taux d'intérêt;
- la spéculation.

Dans le premier cas, elles ont pour but de garantir le risque que constituerait une variation du cours des changes entre la conclusion d'un contrat et l'échéance à laquelle le paiement doit s'effectuer.

Dans la seconde hypothèse, elles tendent à éviter la perte qui résulterait d'un mouvement des changes entre l'achat et la vente d'une certaine quantité de monnaie dont la possession permet d'obtenir un taux d'intérêt plus élevé.

Enfin, les opérations à terme spéculatives ont pour but de profiter de la différence entre le cours coté à terme par une monnaie et celui qu'on espère lui voir coter au comptant à l'échéance du terme.

Quel que soit le but visé par les opérations à terme sur devises, elles revêtent toujours la forme d'opérations liées et se décomposent en :

— Deux opérations au comptant en sens inverse l'une de l'autre;

— Une opération à terme qui, seule, subsiste en définitive.

Les opérations à terme sur devises ont, en effet, ceci de particulier qu'elles ne se dénouent pas, comme il est de règle sur le marché à terme des valeurs, à des échéances fixes: fins de quinzaine ou fins de mois. Elles sont engagées le plus souvent à un ou trois mois et il en arrive à échéance tous les jours de l'année. Dans ces conditions, il est impossible de trouver, comme contre-partie à une opération que l'on veut engager sur le marché des changes à terme, une opération inverse de même valeur et se dénouant à la même date.

Aussi, un acheteur de livres à trois mois, par exemple, est-il obligé d'acheter d'abord des livres au comptant. Comme elles ne lui sont pas nécessaires avant l'échéance du terme, pour ne pas immobiliser des capitaux dont il peut avoir besoin, il a recours à une opération de report, c'est-à-dire qu'il vend les livres achetées à une banque ou à un capitaliste qui, en échange, lui remet le prix qu'elles représentent en francs et s'engage à les lui revendre une fois le terme arrivé, au même prix, augmenté ou diminué d'une certaine somme. Cette somme, appelée report ou déport, représente les intérêts touchés ou payés par le prêteur de francs.

Pour celui-ci, en effet, l'opération consiste à échanger, pour la durée du terme, de la monnaie nationale contre de la monnaie anglaise. Normalement, si les livres permettent d'obtenir à Londres un intérêt plus élevé que celui obtenu avec des francs à Paris, l'opération est avantageuse pour le

prêteur de francs et il consentira à payer pour obtenir des livres contre des francs. Dans le cas contraire, où les francs rapportent plus à Paris que les livres à Londres, l'opération est désavantageuse pour le prêteur de francs, et il se fait payer pour échanger des francs contre des livres.

Dans la première hypothèse, il doit y avoir report sur le franc qui est coté plus cher à terme qu'au comptant. Dans la deuxième, il doit y avoir déport sur le franc dont la valeur est plus faible à terme qu'au comptant. De plus, ce report, ou ce déport, devrait rester voisin de la différence existant entre le taux d'intérêt pratiqué sur le marché monétaire à Londres et celui pratiqué sur le marché monétaire à Paris.

Tout se passe effectivement ainsi lorsque le marché des changes à terme est alimenté seulement par les opérations nécessitées par les besoins du commerce international ou par les arbitrages de taux d'intérêt.

En effet, les achats et les ventes de devises à terme faits dans un but commercial ne prennent jamais une extension très considérable, car ils sont limités par l'activité du commerce international; aussi, tant que le marché des changes à terme est soumis à leur seule influence, les demandes de capitaux sur le marché des reports ne sont pas hors de proportion avec les ressources qui l'alimentent et le taux du report ou déport reste voisin de la disparité des taux d'intérêt entre les deux pays considérés.

Il en est de même lorsque les arbitrages de taux d'intérêt jouent un rôle prépondérant sur le marché des changes à

terme. Les opérations engagées alors sont, soit des ventes à terme de la monnaie à taux d'intérêt élevé, soit des achats à terme de la monnaie à taux d'intérêt bas. Dans les deux cas, il y a lieu à emprunt de la monnaie à taux d'intérêt élevé; si ces opérations prennent une grande amplitude, le déport sur cette monnaie tend à augmenter, mais son taux ne peut dépasser la disparité des taux d'intérêt entre les deux places considérées, car l'opération d'arbitrage ne serait plus bénéficiaire.

Au contraire, lorsque le marché des changes à terme subit surtout l'influence des opérations spéculatives, le taux des reports ou des déports peut s'élever davantage. Les transactions des spéculateurs peuvent prendre une grande importance si la solidité de la monnaie paraît très compromise. Les opérations de report sur devises étrangères augmentent alors de façon considérable, nécessitant des emprunts de la monnaie discutée; le déport sur celle-ci peut alors atteindre des prix représentant des intérêts très élevés, car le spéculateur est disposé à payer un intérêt d'autant plus élevé qu'il escompte une hausse plus forte des devises étrangères.

Il se peut qu'un taux élevé des reports ne corresponde pas à un volume très important d'opérations à terme sur devises, car si les disponibilités qui s'emploient sur le marché des reports sont peu abondantes, il peut demeurer haut, bien qu'il ne se traite que peu d'opérations sur le marché des changes à terme.

Le même fait peut se produire si l'institut d'émission,

sans vouloir établir un véritable contrôle sur les transactions à terme, fait pression sur les banques pour restreindre les opérations à terme dans le but de défendre la monnaie.

Il ne faut pas oublier, en effet, que les achats et ventes de devises à terme ont pour conséquence des achats et des ventes de devises au comptant du fait du mécanisme des changes à terme et que, par conséquent, le volume des opérations de change traitées à terme a une action sur le marché des changes au comptant.

Mais si le niveau du taux des reports ne donne pas nécessairement une idée exacte de l'activité du marché des changes à terme, leur tension indique toujours qu'il y a des craintes à avoir sur la solidité de la monnaie en déport. L'écart qui se forme entre le taux du déport et la disparité des taux d'intérêt permet de mesurer jusqu'à un certain point la méfiance que son avenir doit inspirer. Ces indications ne valent évidemment que dans la mesure où les prévisions des spéculateurs sont justifiées, mais la spéculation n'agit pas au hasard, et si elle prend position à la baisse d'une monnaie, c'est qu'en étudiant les facteurs économiques et financiers qui conditionnent son avenir, elle y trouve des indices sérieux qui autorisent à prévoir sa dépréciation.

On ne peut, du reste, se baser sur le taux des reports pour connaître à l'avance, avec exactitude, la date et l'importance de la dépréciation de la monnaie. Le report coté sur une devise à trois mois pourrait faire escompter une hausse de cette devise voisine du montant du report pen-

dant le trimestre suivant. En fait, il n'en est rien; des taux de report anormalement élevés sur la livre à trois mois ont été enregistrés dès le mois de mai 1935 et la dévaluation ne s'est produite que seize mois plus tard. D'autre part, le report maximum coté sur la livre à trois mois a été, à la fin de septembre, de 10 francs, représentant un taux annuel, déjà exorbitant, de 52 %, mais la hausse de la livre de 77 à 105 aurait autorisé des reports voisins de 28, faisant ressortir un taux d'intérêt annuel de 140 % environ.

Cependant, dans l'ensemble, le niveau des reports donne une idée exacte de la tendance de la monnaie. Depuis le mois de mai 1935, le taux des reports sur la livre à trois mois a constamment dépassé, et le plus souvent très largement, la disparité des taux d'intérêt entre Paris et Londres. Même au moment où la politique de déflation pouvait faire espérer que le franc resterait intact, il n'est pas descendu au-dessous de 4 1/2 %, et chaque fois que des difficultés ont surgi, qui pouvaient hâter une dévaluation, il s'est élevé dans des proportions considérables, atteignant notamment 36 % lors du refus des pleins pouvoirs au ministère Flandin, en mai 1935, 20 % au moment de la réoccupation par l'Allemagne de la zone démilitarisée, en mars 1936, 33 % et 38 3/4 % en mai et juin 1936, lors des élections législatives et de l'arrivée au pouvoir d'un gouvernement de front populaire, enfin 52 % à la veille de la dévaluation, à la fin de septembre 1936.

La réalisation des prévisions de la spéculation, après une longue période de tension des changes à terme, a conduit

à penser que celle-ci pourrait ne pas être seulement un symptôme précurseur d'une baisse de valeur de la monnaie, mais plutôt la cause de la dépréciation. Il n'est pas douteux que, par l'action exercée par les opérations de change à terme sur le marché des changes au comptant, la spéculation à terme amplifie et hâte le mouvement d'affaiblissement de la monnaie. Il n'est pas impossible qu'un mouvement spéculatif suffise à lui seul à provoquer l'effondrement d'une monnaie s'il est assez puissant, par rapport aux moyens techniques de défense de cette monnaie. Mais, en réalité, la spéculation ne va pas à l'encontre des faits. Pour qu'elle prenne position à la baisse d'une monnaie, il faut que les circonstances soient telles que la valeur de cette monnaie se trouve sérieusement compromise. Si d'ailleurs la spéculation à terme était la seule cause de la dépréciation de la monnaie, son action irait s'intensifiant constamment, jusqu'à ce que le résultat soit acquis, alors qu'au contraire, le moindre indice favorable suffit à réduire le mouvement spéculatif, quelquefois à le faire disparaître et à le renverser. Il semble qu'il y ait là une raison de croire que la spéculation se borne à interpréter les événements et que si, parfois, elle les précipite, elle n'est pas, en définitive, la cause première de la faiblesse de la monnaie. L'action qu'elle exerce sur le marché des changes à terme donne en tous cas un grand intérêt à l'évolution de celui-ci (1).

---

(1) Voir VIGREUX. — *De la monnaie à l'économie en France*. 1<sup>re</sup> Partie : Le change à terme, baromètre monétaire

Avec le cours des changes au comptant et les mouvements d'or, les variations du taux des reports sur changes permettent en effet d'apprécier assez exactement le degré de solidité de la monnaie. Aussi est-ce à l'aide de cette triple source de renseignements que nous nous proposons d'étudier le franc, depuis qu'il n'est plus soumis au régime de l'étalon-or, en recherchant quels sont les événements dont il a subi l'action et dont l'influence est révélée par ces trois indices.



### CHAPITRE III

---

## Le Franc élastique entre 43 et 49 mg. d'or Loi monétaire du 1<sup>er</sup> octobre 1936

---

#### 1<sup>o</sup> Le nouveau régime monétaire

Dans ses articles 2 et 3, la loi monétaire du 1<sup>er</sup> octobre 1936 fixe le nouveau régime du franc.

ART. 2. — La nouvelle teneur en or du franc, unité monétaire française, sera fixée ultérieurement par un décret pris en Conseil des Ministres. Le poids du franc ne pourra être inférieur à 43 mg. ni supérieur à 49 mg. d'or au titre de 900 millièmes de fin.

« Les conditions de convertibilité en or des billets seront également fixées par un décret pris en Conseil des Ministres ».

ART. 3. — Jusqu'à l'intervention du premier décret prévu à l'article précédent un fonds de stabilisation des changes aura pour mission de régulariser les rapports entre le

franc et les devises étrangères en maintenant la parité du franc par rapport à l'or dans les limites fixées au même article.

« Le fonds de stabilisation des changes sera géré par la Banque de France pour le compte et sous la responsabilité du Trésor public. Les conditions de son fonctionnement seront arrêtées par le Gouverneur de la Banque de France dans le cadre d'instructions générales données par le Ministre des Finances.

« La Banque de France aura la faculté de vendre et d'acheter de l'or et des devises étrangères au fonds de stabilisation des changes ».

Le franc cesse donc d'être sous le régime du gold bullion standard. Il n'est pas complètement détaché de l'or, car s'il ne correspond plus à un poids d'or constant, sa nouvelle teneur en or ne pourra être fixée en dehors des limites de 43 et 49 mg. d'or au titre de 900 millièmes de fin que la loi lui assigne.

Jusqu'à ce que cette nouvelle teneur en or soit fixée, la convertibilité des billets est suspendue. Elle subsiste toutefois au profit du nouvel organisme créé par l'article 2 : le fonds de stabilisation des changes; lui seul peut obtenir de l'or contre remise de francs à l'institut d'émission.

Chargé de maintenir le franc à une valeur comprise entre les limites fixées par la loi, il faut pour qu'il puisse remplir ce rôle qu'il intervienne sur le marché des changes. Il achètera des francs si une offre trop grande de notre monnaie risque de la faire baisser au-dessous de la parité

or qui lui sert de limite inférieure ; il en offrira si notre monnaie, sous l'action d'une demande trop forte, tend à monter au-dessus de la parité or qui lui sert de limite supérieure.

A cet effet, la convention passée avec la Banque de France le 25 septembre 1936 qui décide la réévaluation de l'encaisse sur la base de 49 mg. d'or pour un franc, attribue sur le bénéfice comptable que représente cette opération pour l'Etat une dotation de 10 milliards d'or au fonds de stabilisation. Grâce à cette masse de manœuvre, le fonds peut intervenir sur le marché des changes. Tandis que sous le régime du gold bullion standard, les oscillations du franc étaient limitées par le jeu des points d'or qui ne leur permettaient que des mouvements de faible amplitude, désormais ce seront les cours auxquels le fonds décidera d'intervenir qui limiteront à l'intérieur de ses bornes légales les variations de la valeur du franc.

Les opérations du fonds doivent rester secrètes de façon à ne pas être l'origine de mouvements de confiance ou de méfiance en la monnaie qui renforceraient les fluctuations du marché des changes que le fonds s'efforce de combattre.

## 2° L'accord tripartite

Pour faciliter le maintien de la valeur du franc dans ses nouvelles limites, le Gouvernement avait obtenu le consentement de l'Angleterre et des Etats-Unis à la déva-

luation du franc de façon qu'ils n'en prennent pas prétexte pour recourir à de nouvelles modifications de leur unité monétaire. Le résultat de ces négociations fut l'accord tripartite du 25 septembre, par lequel chacun des trois gouvernements américain, britannique et français s'engage à collaborer « pour maintenir le plus grand équilibre possible sur le marché international des changes ». Cet accord fut complété le 12 octobre 1936 par la déclaration suivante émanant du Secrétaire du Trésor des Etats-Unis : « Dorénavant et tant que, après préavis de vingt-quatre heures, cette déclaration d'intention ne sera pas annulée ou modifiée, les Etats-Unis d'Amérique vendront de l'or aux fins d'exportation immédiate aux fonds d'égalisation et de stabilisation qui sont pareillement disposés à vendre de l'or aux Etats-Unis d'Amérique pourvu que de telles offres d'or soient faites à des taux et dans des conditions telles que le Secrétaire du Trésor puisse les estimer les plus avantageuses au point de vue de l'intérêt public ». La déclaration ajoute que ces ventes d'or seront faites par l'intermédiaire de la Banque Fédérale de Réserve de New-York, agissant comme agent financier des Etats-Unis au prix de 35 dollars par once de fin, plus un quart pour les frais.

L'Angleterre et la France répondirent par des déclarations analogues par lesquelles elles offraient aux autres nations participant à l'accord « pareilles facilités », ces « arrangements » devant être mis en œuvre au jour le jour.

A cet accord tripartite se joignirent la Belgique qui donna son adhésion dès le 27 septembre, puis le 23 novembre la Suisse et les Pays-Bas, qui avaient été obligés de dévaluer à notre suite au début d'octobre.

Si cet accord est précaire, puisqu'il suffit d'un préavis de 24 heures pour le dénoncer, son importance est néanmoins indéniable car, sans lui, il aurait été très difficile de régulariser les rapports des différentes devises entre elles.

En effet, la plupart des pays refusant de vendre de l'or, il aurait été dangereux pour un fonds de stabilisation d'acheter des devises étrangères dans le but de maintenir la stabilité des changes, car une dépréciation de la monnaie en laquelle auraient été libellées ces devises lui aurait fait subir une perte.

L'accord tripartite écarte ce danger puisque désormais chaque fonds de stabilisation peut convertir immédiatement en or les devises étrangères, en possession desquelles il se trouve par suite de ses interventions sur le marché des changes, soit par transfert, soit par consignation d'or earmarked.

Ainsi, entre les six pays participant à l'accord, s'institue une sorte de collaboration internationale sur le plan monétaire, dont le premier effet est de rendre à nouveau possibles entre eux les mouvements d'or.

Cette entente doit faciliter la tâche du fonds de stabilisation français, mais il faut aussi pour qu'il puisse mener à bien que la situation intérieure économique et

financière de la France lui permette de défendre le franc sans trop de difficultés. Il est évident en effet que si cette situation était telle qu'il en résulte une tendance durable à la baisse du franc, celui-ci serait vite ramené à sa limite inférieure; pour le maintenir sur cette position, il épuiserait rapidement ses dix milliards d'or; il se verrait alors obligé pour ne pas laisser tomber le franc de recourir à l'encaisse de la Banque de France dont l'or partirait à nouveau comme par le passé.

### **3<sup>o</sup> Octobre 1936 - mars 1937.**

#### **Le franc maintenu par le fonds de stabilisation à égale distance de ses limites légales**

Les nouvelles limites légales du franc consacrent une dévaluation allant de 25,19 % à 34,35 %. Le cours du dollar doit donc se fixer entre 20,15 et 22,96 contre 15,07 ; pour la livre, qui n'est plus rattachée à l'or, les cours limites ne peuvent être déterminés aussi rigoureusement, mais ils doivent s'établir, si l'on tient compte des variations récentes de la parité livre-dollar entre 98 et 114 contre 75.

Dès le début d'octobre, le fonds de stabilisation paraît décidé à maintenir le franc à peu près à égale distance de ses limites légales plutôt que de laisser son cours s'établir par l'équilibre des offres et des demandes. Après quelques oscillations, les cours s'établissent aux environs de 105 pour la livre et de 21,40 pour le dollar, faisant ressortir

une dépréciation de 29 % à peu près. Malgré cette stabilité des changes au comptant, les mouvements de capitaux nous sont favorables ainsi que le montrent les opérations du fonds. Celui-ci, en effet, ayant reçu sa dotation entièrement en or, doit pour empêcher les changes de baisser se procurer auprès de la Banque de France les francs qui lui sont nécessaires pour satisfaire l'excès de demande. Il procède donc à deux ventes d'or, l'une de 5 milliards qui apparaît dans le bilan du 9 octobre, l'autre de 2 milliards qui figure à celui du 23 octobre. Les acquisitions d'or du fonds dues aux rentrées de capitaux et aussi sans doute pour une petite partie aux ventes faites par les nationaux de l'or qu'ils avaient thésaurisé, ne dépassent donc pas 7 milliards.

Il paraît même probable que ce montant maximum n'a pas été atteint si l'on se réfère aux indications données par le bilan de la Banque de France. Si, en effet, les opérations du fonds de stabilisation restent secrètes, on sait que ses disponibilités en francs sont comprises dans le chiffre qui figure au poste « comptes courants et comptes de dépôt de fonds » du bilan de la Banque. Ce chiffre ne variait guère avant le mois d'octobre car il correspondait au montant moyen des disponibilités à vue nécessaires pour subvenir aux besoins de liquidité des déposants. Pendant le mois d'octobre, au contraire, ses variations sont beaucoup plus amples; il est donc évident qu'elles sont dues, pour la plus grande part, aux opérations du fonds. Dès lors, il est possible de connaître le montant approxi-

matif des dépôts imputables au fonds de stabilisation et en le retranchant du chiffre de sa dotation initiale de savoir quelle est la valeur probable de ses ressources en or.

| <i>(En millions de francs)</i> |                                                |                                              |                                   |                           |
|--------------------------------|------------------------------------------------|----------------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------|
|                                | Cession d'or<br>par le fonds<br>à la B. de Fr. | Comptes<br>courants<br>et dépôts<br>de fonds | Disponibilités<br>en frs du fonds | Ressources or<br>du fonds |
| 2 oct. ..                      | —                                              | 6.616                                        |                                   |                           |
| 9 oct. ..                      | 5.000                                          | 9.212                                        | 2.000 à 3.000                     | 7.000 à 8.000             |
| 16 oct. ..                     | —                                              | 8.078                                        | 1.000 à 2.000                     | 8.000 à 9.000             |
| 23 oct. ..                     | 2.000                                          | 9.546                                        | 2.500 à 3.500                     | 6.500 à 7.500             |

D'après les résultats ainsi obtenus, l'augmentation du stock d'or du fonds n'atteindrait pas 5 milliards puisque sur le maximum de 7.500 millions d'or possédés par lui le 23 octobre, 3 milliards proviennent de sa dotation initiale. Si approximatifs que soient ces chiffres, ils doivent cependant être assez voisins de la réalité.

Ces résultats, encore qu'ils dénotent un renversement du courant des capitaux, apparaissent très médiocres. La dévaluation réalisée, tout risque monétaire devrait être écarté et les capitaux qui s'étaient expatriés pour éviter la perte de valeur que la dépréciation de la monnaie leur aurait fait subir, devraient rentrer massivement, surtout si l'on tient compte des taux d'intérêt élevés pratiqués en France. Or, le retour d'une quantité d'or égale au plus à 5 milliards de francs dévalués est bien peu de chose en comparaison des 32 milliards non dévalués perdus depuis la fin de 1934. Il est certain que la législation sur l'or in-

cluse dans la loi monétaire, n'est pas de nature à favoriser le retour des capitaux. Par elle le commerce de l'or est soumis au contrôle de la Banque de France; d'autre part, le bénéfice de la dévaluation devant être attribuée à l'Etat, toute personne possédant de l'or pour une quantité supérieure à 200 grammes, sans qu'elle puisse le justifier par les besoins de son industrie ou de son commerce, doit ou le vendre à la Banque de France à raison de 1 franc pour 65 mg. 5 d'or au titre de 900 millièmes de fin, ou le déclarer pour être taxé à concurrence de la plus-value résultant de la dévaluation. Ces mesures ainsi que celles prises contre certaines opérations sur devises en retirant aux capitaux les moyens de se mettre en sécurité ne sont pas de nature à créer une atmosphère propice à les attirer.

Néanmoins, la vraie cause de leur abstention semble être plutôt la crainte d'une nouvelle dépréciation de la monnaie.

L'examen du marché des changes à terme confirme cette impression. Immédiatement après la dévaluation, le report sur la livre à trois mois descend considérablement sous l'influence des prises de bénéfices réalisées par les spéculateurs. Mais le taux des reports ne reste que quelques jours voisin de la disparité des taux d'intérêt; il remonte ensuite rapidement et son élévation prouve que la spéculation continue de prendre position à la baisse du franc escomptant qu'il atteindra sa limite inférieure de dépréciation.

|              | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|--------------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|
| 6 Oct. ....  | 104,98               | 0,50                                | 1,90                        | 1,89                                                       |
| 7 Oct. ....  | 104,70               | 0,25                                | 0,95                        | 1,89                                                       |
| 12 Oct. .... | 105,12               | 0,80                                | 3                           | 1,89                                                       |
| 22 Oct. .... | 106,05               | 1,75                                | 6,60                        | 1,89                                                       |
| 6 Nov. ....  | 105,47               | 2                                   | 7,96                        | 1,55                                                       |
| 12 Nov. .... | 105,15               | 2,95                                | 11,20                       | 1,55                                                       |
| 19 Nov. .... | 105,15               | 2,20                                | 7,60                        | 1,55                                                       |
| 26 Nov. .... | 105,15               | 1,15                                | 4,37                        | 1,55                                                       |

Le 22 octobre, le courant des capitaux se renverse et influe sur le cours des changes au comptant ; la livre atteint 106,35. Le fonds de stabilisation intervient aussitôt et dès le lendemain, elle revient à 105,15, mais le report sur la livre à trois mois augmente et atteint 3,05 le 12 novembre. Toutefois il se détend par la suite devant l'attitude du fonds de stabilisation dont l'intention paraît être de ne pas laisser glisser le franc. En effet, pendant quatre mois, les changes au comptant vont demeurer remarquablement stables, la livre restant fixée au cours de 105,15 jusqu'au début de mars 1937.

Mais la stabilité du franc n'est obtenue que grâce aux interventions du fonds qui jette de l'or sur le marché des changes pour compenser l'offre trop abondante de francs. Les décisions prises au point de vue monétaire font en

---

(1) Différence entre le taux d'escompte du papier commercial 45-90 jours à Paris et le taux d'escompte des effets bancaires à trois mois à Londres (*Bulletin mensuel de statistique de la S.D.N.*).

effet ressortir l'épuisement progressif de ses ressources en or.

Malgré l'intention manifestée par le gouvernement de rembourser l'emprunt anglais de 40 millions de livres sans que le montant de l'encaisse soit modifié, le 4 décembre, le fonds reprend 4 milliards d'or à la Banque de France. Ses ressources ne sont donc pas suffisantes à cette date pour qu'il puisse effectuer ce remboursement sans les réduire dans des proportions telles que la défense du franc en soit compromise.

A la même époque, dans l'espoir d'attirer l'or thésaurisé pour reconstituer les réserves d'or du fonds, le gouvernement renonçant à appliquer la législation sur l'or telle qu'elle résulte de la loi monétaire, lance un emprunt en obligations du Trésor dont les titres émis à 100 francs, sont souscrits en or ou en récépissés d'or et remboursables dans trois ans à 140 %, c'est-à-dire avec une prime égale à l'augmentation de valeur subie par l'or du fait de la dévaluation.

Néanmoins, le stock d'or du fonds continue à s'épuiser. Le 28 janvier 1937, la Banque de France élève son taux d'es-compte de 2 à 4 % pour retenir les capitaux en leur offrant un intérêt plus élevé et aussi pour restreindre le volume des capitaux exportables en rendant plus onéreuses les opérations de crédit. En même temps, le fonds de stabilisation rachète 3 milliards d'or à l'institut d'émission et un nouvel emprunt de 40 millions de livres est conclu à Londres au profit des réseaux de chemin de fer pour procurer à

la fois une nouvelle réserve de moyens de change au fonds et des ressources à la Trésorerie.

De ces trois dernières mesures, il paraît résulter qu'à la fin de janvier 1937, le fonds avait épuisé à peu près complètement ses ressources en or. Les nouvelles réserves qu'il s'est constituées à ce moment ne peuvent soutenir le franc pendant longtemps si les capitaux continuent à sortir ; et en effet, l'or racheté par le fonds et les 4.200 millions de devises anglaises procurées par l'emprunt des chemins de fer sont absorbés pour défendre la monnaie pendant le mois de février, car on apprend au début de mars que le fonds est à nouveau dégarni ; le bruit court même que dans la semaine du 5 au 12 mars, l'institut d'émission a dû céder de l'or au fonds, cession qui n'est pas apparue dans le bilan de la Banque car elle put être remboursée avant la publication du bilan.

L'examen du poste « comptes courants et comptes de dépôt de fonds » du bilan de la Banque de France confirme ces faits en donnant une idée approximative du rythme des sorties d'or.

(En millions de francs)

|            | Achat d'or<br>par le fonds<br>à B. France | Comptes<br>courants<br>particuliers | Disponibilités<br>en Frs du fonds | Ressources or<br>du fonds |
|------------|-------------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------|
| 4 déc. 36  | 4.000                                     | 8.656                               | 1.500 à 2.500                     | 7.500 à 8.500             |
| 30 déc. 36 | —                                         | 13.549                              | 5.500 à 6.500                     | 3.500 à 4.500             |
| 29 jan. 37 | 3.000                                     | 15.164                              | 8.000 à 9.000                     | 1.000 à 2.000             |
| 12 mars 37 | —                                         | 16.660                              | 10.000 environ                    | —                         |

Depuis le début de novembre, le fonds de stabilisation a donc perdu les 10 milliards de sa dotation initiale, les 5 milliards rentrés au mois d'octobre et les 4 200 millions provenant du nouvel emprunt anglais sans compter l'or versé par les particuliers pour souscrire aux obligations A du Trésor émises au mois de décembre. En tenant compte du remboursement de l'emprunt anglais effectué à la fin de l'année 1936, la quantité d'or sacrifiée pour maintenir le franc stable pendant quatre mois dépasse 15 milliards. Ces sorties d'or qui sont dues pour la plus grande partie à des mouvements de capitaux montrent combien la stabilité du franc apparaît compromise. L'indication qu'elles fournissent est confirmée par l'attitude de la spéculation qui consent à payer des intérêts de plus en plus élevés pour jouer à la baisse du franc ainsi que le montre la tension progressive des reports sur la livre à trois mois et l'écart croissant qui sépare leur taux annuel de la disparité des taux d'intérêt.

|                     | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêt<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|---------------------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------------------------------|
| 30 nov. 1936 .....  | 105,15               | 1,40                                | 5,32                        | 1,55                                                      |
| Décembre 1936 ..... | 105,15               | 1,80                                | 6,84                        | 1,29                                                      |
| (moyenne mensuelle) |                      |                                     |                             |                                                           |
| Janvier 1937 .....  | 105,15               | 1,96                                | 7,45                        | 1,63                                                      |
| (moyenne mensuelle) |                      |                                     |                             |                                                           |
| Février 1937 .....  | 105,10               | 2,20                                | 10,64                       | 3,56                                                      |
| (moyenne mensuelle) |                      |                                     |                             |                                                           |
| 5 mars 1937 .....   | 105,14               | 3,40                                | 12,55                       | 3,57                                                      |

#### 4° Les raisons de la faiblesse du franc

On doit donc constater que la dévaluation d'octobre n'a pas fait disparaître les risques monétaires en France. En recherchant les raisons, on voit que si la situation a été momentanément assainie, aucune mesure n'a été prise qui puisse assurer dans l'avenir la stabilité de la monnaie.

Sur le bénéfice de 17 milliards environ que l'Etat a retiré de la réévaluation de l'encaisse, 7 milliards ont été employés à rembourser partiellement les avances provisoires de l'institut d'émission et à assurer les besoins immédiats de la Trésorerie. Les 12 milliards d'avances restantes auraient pu être à peu près intégralement remboursées par les disponibilités du fonds de stabilisation le jour où il aurait cessé ses opérations ; l'inflation se trouvait donc supprimée. Mais il aurait fallu que par la suite, une gestion plus saine des finances publiques permette d'équilibrer à l'avenir les dépenses et les ressources de l'Etat. Or, à ce point de vue, aucun effort n'a été fait. Si pour 1936 le découvert dû au déficit du budget ordinaire et aux dépenses du budget extraordinaire atteint 14 milliards, pour 1937, le budget ordinaire est voté avec un déficit de 5 milliards et les crédits du budget extraordinaire et de la Caisse des Pensions portent le découvert à 23 milliards. Pour se procurer des sommes dépassant dans de telles proportions ses ressources ordinaires, l'Etat a déjà été obligé de recourir à nouveau aux avances provisoires de la Ban-

que de France. 7.800 millions d'avances nouvelles ont été accordées entre le 4 décembre 1936 et le 5 mars 1937 portant à 20 milliards environ le montant total des avances provisoires obtenues. Il est à craindre que cette inflation ne se développe encore davantage. L'Etat voit en effet ses possibilités d'emprunt diminuer en raison de l'augmentation de ses besoins et de la raréfaction des capitaux ; on ne peut, d'autre part, attendre d'une reprise économique, des plus-values suffisantes pour soulager la Trésorerie de façon appréciable.

La production industrielle est bien en progression puisque son indice calculé sur la base 100 en 1928 s'élève au-dessus de 90 à partir de décembre, alors que de toute l'année, il n'avait pas dépassé 88 ; mais ce résultat heureux est dû en grande partie à l'activité plus grande des industries qui travaillent pour la défense nationale et dont la prospérité a pour cause l'augmentation des dépenses de l'Etat. Le relèvement économique est d'ailleurs inférieur à ce qu'on espérait car, si les rentrées d'impôts ne sont pas mauvaises, ce fait est surtout dû à l'augmentation des recettes des douanes, car les sommes recouvrées au titre des contributions indirectes et de la taxe sur le chiffre d'affaires sont inférieures aux évaluations.

Un autre symptôme inquiétant est le déficit croissant de notre commerce extérieur. Dans une certaine mesure, cette tendance est normale après une dévaluation, car l'augmentation des importations — en valeur — du fait de la dépréciation de la monnaie — et en volume — du fait

de l'activité économique plus grande qu'elle provoque, est immédiate, tandis que la valeur et le volume des exportations ne s'accroissent que progressivement. Mais les déficits de 1.500 millions et de 2 milliards, atteints en janvier et en février, sont trop importants pour ne pas déséquilibrer gravement la balance des paiements ; en outre, l'amélioration de la balance commerciale paraît compromise par la hausse des prix français ; si l'écart entre les prix nationaux et les prix étrangers avait disparu au mois d'octobre, il s'est reformé rapidement sous l'influence des mesures sociales qui n'avaient pas encore eu leur plein effet auparavant et de la hausse des matières premières importées.

Etant donné cet ensemble de circonstances qui toutes, plus ou moins directement ont une action sur la monnaie soit en agissant sur la balance des paiements, soit en rendant l'inflation inévitable, il n'est pas étonnant que les capitaux fuient la France, d'autant plus qu'on redoute à tout moment l'institution d'un contrôle des changes dont la mise en œuvre leur interdirait toute possibilité de se mettre en sûreté et de sortir après être rentrés.

#### **5° Les mesures prises. — La politique dite de la pause**

En présence de cette situation et de l'impossibilité qu'elle entraîne de maintenir le franc stable sans épuiser tout l'or de l'institut d'émission, le gouvernement se décide à donner une nouvelle orientation à sa politique et

à prendre des mesures propres à ramener la confiance et destinées par suite à favoriser le retour des capitaux.

Il marque tout d'abord sa volonté de mettre un terme à l'augmentation des dépenses de l'Etat ; il annonce même que les crédits alloués pour les grands travaux seront diminués de 6 milliards. Par ailleurs, afin de procurer immédiatement des ressources au Trésor, il fait voter un emprunt de 10,500 milliards dont le produit sera consacré aux besoins de la défense nationale. Pour que cet emprunt soit l'occasion d'un retour de capitaux, il est assorti d'une garantie et d'une option de change, le capital et les coupons étant libellés à la fois en francs, en livres et en dollars. De plus, par la loi même qui autorise l'emprunt, la liberté du commerce de l'or est rétablie et il est stipulé que le contrôle des changes ne pourra être instauré sans une loi.

Ces deux dernières mesures jointes à la volonté exprimée par le gouvernement de réduire les dépenses publiques, étaient déjà de nature à ramener une atmosphère de confiance favorable au maintien du franc. Pour renforcer leur action et assurer en même temps la défense technique de la monnaie dans les meilleures conditions possibles, la direction du fonds de stabilisation est confiée à un comité comprenant outre le gouverneur de la Banque de France M. Labeyrie, MM. Rist, Baudoin et Rueff.

La méthode appliquée jusque là à la gestion du fonds est abandonnée. Par elle la stabilité du franc avait été rigoureusement maintenue, mais les résultats obtenus

n'étaient pas différents de ceux qu'on aurait enregistrés sous le régime de l'étalon-or. L'existence d'un fonds de stabilisation ne peut en effet avoir d'avantages pour le maintien de la monnaie que si par ses manœuvres, il parvient à dérouter la spéculation. Aussi décide-t-on de laisser plus de souplesse aux interventions du fonds.

**6<sup>e</sup> Mars - juin 1937. — Le franc oscillant  
entre ses limites légales**

Conformément à la nouvelle tactique du fonds de stabilisation, dès le 6 mars, les changes montent. La demande de devises étrangères est très importante et il est nécessaire pour éviter de nouvelles sorties d'or, de laisser glisser le franc. Mais sur l'annonce de la nouvelle orientation de la politique du gouvernement, le courant des capitaux se renverse. Malgré une légère amélioration du franc au comptant, les entrées d'or sont assez abondantes pendant le mois de mars et atteignent d'après les évaluations généralement admises 5 milliards. Ce chiffre concorde avec les indications données par l'examen du bilan de la Banque de France.

*(En millions de francs)*

|             | Comptes courants<br>particuliers | Disponibilités en francs<br>du fonds | Ressources or<br>du fonds |
|-------------|----------------------------------|--------------------------------------|---------------------------|
| 12 mars ..  | 16.660                           | 10.000 environ                       | —                         |
| 2 avril ..  | 14.761                           | 8.000 environ                        | 2.000 environ             |
| 16 avril .. | 12.028                           | 5.000 à 6.000                        | 4.000 à 5.000             |

Ces rentrées sensiblement égales à celles d'octobre obtenues cette fois-ci sans qu'il y ait eu baisse considérable de la valeur de la monnaie, seraient un symptôme très favorable si elles n'étaient dues à l'emprunt qui, par sa garantie de change, met précisément les souscripteurs à l'abri d'une nouvelle dévaluation.

L'évolution du marché à terme indique d'ailleurs que la spéculation prend toujours position à la baisse du franc. Les reports ont baissé sensiblement car les mesures prises par le gouvernement doivent accorder un répit momentané mais le taux des reports reste largement plus élevé que la disparité des taux d'intérêt.

Après l'émission des deux premières tranches de l'emprunt, les bagarres de Clichy viennent mettre fin au mouvement de confiance, compromettre le classement de l'emprunt et interdire tout espoir de placer le reliquat de 2.500 millions qui restait à émettre. Les reports s'élèvent de nouveau, car avec la fin des transferts de capitaux en France dus à la souscription de l'emprunt, on escompte un nouvel accès de faiblesse du franc.

|            | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|------------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|
| 5 mars ..  | 105,14               | 3,40                                | 12,55                       | 3,57                                                       |
| 8 mars ..  | 107,02               | 2                                   | 7,47                        | 3,57                                                       |
| 9 mars ..  | 106,93               | 1,75                                | 6,55                        | 3,57                                                       |
| 12 mars .. | 106,46               | 1,50                                | 5,63                        | 3,57                                                       |
| 19 mars .. | 106,43               | 1,70                                | 6,38                        | 3,57                                                       |

|            | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|------------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|
| 31 mars .. | 106,32               | 1,95                                | 7,33                        | 3,57                                                       |
| 6 avril .. | 106,45               | 1,50                                | 5,63                        | 3,57                                                       |
| 8 avril .. | 106,95               | 1,725                               | 6,45                        | 3,57                                                       |
| 9 avril .. | 109,90               | 1,10                                | 4                           | 3,57                                                       |

En effet, les rentrées cessent complètement dans la première moitié d'avril. A ce moment elles font place à un courant inverse de capitaux. Les devises étrangères à nouveau très demandées tendent à monter. Conformément à sa nouvelle tactique, le fonds de stabilisation laisse glisser le franc pour ne pas laisser fondre les réserves qu'il vient de reconstituer. Parallèlement d'ailleurs, les changes à terme se détendent, car à mesure que le franc approche de sa limite inférieure les opérations engagées à sa baisse deviennent moins avantageuses, la marge de bénéfice se réduisant de plus en plus. Mais la baisse du franc se poursuit et le fonds de stabilisation doit enfin intervenir pour empêcher le franc d'atteindre sa limite inférieure. Par suite, les sorties d'or recommencent; elles semblent se ralentir au mois de mai, pendant lequel la stabilité des changes au comptant paraît être maintenue sans grande difficulté. Mais, il est probable que le fonds de stabilisation a dû, pour s'opposer à la faiblesse du franc, entamer assez sérieusement ses réserves d'or. Les indications que l'on peut tirer de l'examen du bilan de la Banque de France laissent penser que celles-ci ont été

réduites de moitié entre le milieu d'avril et la fin de mai.

(En millions de francs)

|            | Comptes courants<br>particuliers | Disponibilités en francs<br>du fonds | Ressources or<br>du fonds |
|------------|----------------------------------|--------------------------------------|---------------------------|
| 12 avril.. | 12.028                           | 5.000 à 6.000                        | 4.000 à 5.000             |
| 28 mai...  | 14.628                           | 7.500 à 8.500                        | 1.500 à 2.500             |

En même temps que la reprise des sorties d'or, on enregistre une recrudescence de la tension des reports; leur taux, qui avait d'abord baissé à mesure que le franc se rapprochait de sa limite inférieure, s'élève de nouveau, car désormais apparaît possible l'hypothèse selon laquelle le franc ne pourrait être maintenu dans ses limites légales. Aussi, pendant le mois de mai, le taux des reports reste-t-il élevé, bien que le marché des changes au comptant soit calme.

|                         | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts<br>mensuelle)<br>(moyenne) |
|-------------------------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------------------------------|
| 13 avril...             | 110,025              | 1,10                                | 3,99                        | 3,57                                                        |
| 16 avril...             | 110,03               | 1,50                                | 5,71                        | 3,57                                                        |
| 21 avril...             | 111                  | 2                                   | 7,20                        | 3,57                                                        |
| 28 avril...             | 110,95               | 2,35                                | 8,46                        | 3,57                                                        |
| Mai (moy.<br>mensuelle) | 110,33               | 1,87                                | 6,76                        | 3,57                                                        |

Cette persistance de la faiblesse du franc vient de ce que la politique du Gouvernement n'inspire pas confiance. Malgré les promesses faites au début de mars, rien n'a été fait pour diminuer les charges de l'Etat. En revanche,

l'application de plus en plus étendue de la loi de 40 heures a fini par entraîner une baisse de la production; l'indice de la production industrielle, calculé sur la base de 100 en 1928, passe de 93 en mars à 89 en mai. Cette baisse de l'activité économique vient aggraver la situation des finances publiques en agissant sur les rentrées d'impôts qui sont nettement mauvaises aux mois d'avril et de mai.

Par ailleurs, le déficit du commerce extérieur reste trop élevé; il dépasse 7 milliards pour les cinq premiers mois de l'année et constitue, en même temps qu'un signe de malaise économique, un facteur technique défavorable au maintien du franc en contribuant pour une part importante au déficit de la balance des paiements.

Enfin, les besoins de la Trésorerie sont encore de 18 à 20 milliards jusqu'à la fin de l'année, de 30 milliards même si l'on tient compte des remboursements d'emprunt auxquels il faudra faire face. Le produit de l'emprunt à garantie de change s'épuise rapidement et le niveau des bons du Trésor placés dans le public ne dépasse pas 5 milliards. Etant donné les difficultés que l'Etat éprouve à emprunter, il est à craindre que le Gouvernement continue à recourir à l'inflation pour se procurer des ressources.

A mesure que le temps passe la situation apparaît plus grave. Aussi, dès la deuxième semaine de juin, les sorties de capitaux, à peu près arrêtées à la fin de mai, reprennent-elles à un rythme accéléré. Pour empêcher le franc de tomber au-dessous de la limite légale inférieure, le fonds de stabilisation est obligé de donner de l'or.

D'après les statistiques anglaises, 800 millions d'or ont été envoyés en Angleterre dans les quatre jours qui ont précédé le 8 juin (1), et par la suite le mouvement se précipite.

Devant l'impossibilité de maintenir le franc contre une pression résultant de la situation générale de la France, MM. Rist et Baudoin se retirent du comité chargé de diriger le fonds de stabilisation. Dans diverses notes, ils avaient fait savoir au Gouvernement que les conditions étaient telles que le franc était indéfendable dans ses limites légales et qu'il faudrait pour rétablir la situation monétaire combler le déficit budgétaire. Or, le seul effort prévu dans ce sens est un relèvement de 5 milliards des charges fiscales, bien insuffisant pour avoir une action utile.

Voyant que des mesures vraiment efficaces ne seront pas prises, et comme les ressources en or du fonds à peu près épuisées ne permettent plus de défendre le franc pendant longtemps, MM. Rist et Baudoin donnent leur démission le 14 juin. Le même jour le taux de l'escompte est porté de 4 à 6 %. Mais ce relèvement, quelque brutal qu'il soit, ne peut avoir une grande influence sur les sorties de capitaux. La crainte d'une dépréciation de la monnaie est trop forte pour qu'on n'hésite pas à renoncer à un intérêt élevé plutôt que de risquer de perdre une partie du capital.

En raison de la gravité de la situation, le Gouvernement demande les pleins pouvoirs financiers; se les étant vu

---

(1) *Times*, 9 juin 1937.

refuser, il démissionne le 21. A cette date, et d'après les déclarations officielles, les sorties d'or depuis le début de juin atteignent 5.200 millions. Du 22 au 28 juin, date de la présentation du nouveau Ministère devant les Chambres, elles sont encore de 2.500 millions.

Les pertes d'or pour le mois de juin s'élèvent donc à 7.700 millions. Comme le 31 mai ses ressources en or n'atteignaient pas à beaucoup près ce chiffre, le fonds a dû de nouveau se procurer de l'or à la Banque de France. A deux reprises il lui en achète; la première opération, d'un montant de 2.500 millions, apparaît dans le bilan du 24 juin, la deuxième, d'un montant de 6 milliards, dans celui du 1<sup>er</sup> juillet. Sur les 8.500 millions d'or achetés ainsi en deux fois à la Banque de France, il est permis de supposer, d'après les indications que peut fournir le bilan, que seuls 5 milliards sont encore dans les caisses du fonds à la fin du mois de juin.

*(En millions de francs)*

|                             |       |        |                |               |
|-----------------------------|-------|--------|----------------|---------------|
| 3 juin .....                | —     | 13.688 | 6.500 à 7.500  | 2.500 à 3.500 |
| 17 juin .....               | —     | 16.357 | 9.000 à 10.000 | 0 à 1.000     |
| 24 juin .....               | 2.500 | 15.611 | 8.500 à 9.500  | 500 à 1.500   |
| 1 <sup>er</sup> juillet ... | 6.000 | 11.920 | 4.500 à 5.500  | 4.500 à 5.500 |

Grâce aux sacrifices consentis par le fonds, les changes au comptant demeurent stables, mais à terme, les reports s'élèvent progressivement pendant le mois de juin, et la spéculation considérant que désormais une nouvelle dévaluation est inévitable, leur taux dépasse 35 % vers la fin du mois.

|         | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|---------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|
| 8 juin  | 110,67               | 2                                   | 7,22                        | 4,59                                                       |
| 17 juin | 110,90               | 4                                   | 14,42                       | 4,59                                                       |
| 22 juin | 110,90               | 6,10                                | 22                          | 4,59                                                       |
| 25 juin | 110,90               | 9,75                                | 35,16                       | 4,59                                                       |
| 28 juin | 110,55               | 10,50                               | 37,99                       | 4,59                                                       |

En effet, le nouveau ministre des Finances ne cache pas la gravité de la situation à son arrivée au pouvoir.

Le solde disponible des avances provisoires de la Banque de France étant épuisé, il n'a trouvé que 20 millions dans les caisses de l'Etat, ce qui correspond, selon M. Paul Reynaud, à deux heures de dépenses. Il n'a pu faire face aux dépenses courantes que grâce à un emprunt de 400 millions à la Caisse des Dépôts et Consignations. D'après les résultats des premiers mois, le déficit budgétaire sera de 8 milliards et les charges de la Trésorerie d'ici la fin de l'année sont encore de 27 milliards.

Dans ces conditions, il est impossible de maintenir le franc dans les limites que lui assigne la loi monétaire; les mesures immédiates qui s'imposent sont de le laisser baisser, d'obtenir une nouvelle marge d'avances à la Banque de France et de résorber dans la limite du possible le déficit des finances publiques. Pour accomplir ce programme, le Ministère obtient les pleins pouvoirs financiers pour deux mois.

Les Bourses de valeurs sont fermées le 29 juin; le 30 une convention avec la Banque de France accorde à l'Etat un crédit nouveau de 15 milliards, en même temps qu'un décret fixe, après renouvellement de l'accord tripartite, le nouveau statut du franc.

## CHAPITRE IV

---

# Le Franc Flottant

## Décret-Loi du 30 Juin 1927

---

### 1° Le nouveau régime monétaire

Le décret-loi du 30 juin 1937 établit dans ses articles 2 et 3 le nouveau régime de la monnaie.

« ART. 2. — La nouvelle teneur en or du franc, unité monétaire française, sera fixée ultérieurement par un décret pris en Conseil des Ministres.

« Les conditions de convertibilité en or des billets de la Banque de France seront également fixées par un décret pris en Conseil des Ministres.

« ART. 3. — Jusqu'à l'intervention du premier décret prévu à l'article précédent, un fonds de stabilisation des changes aura pour mission de régulariser les rapports entre le franc et les devises étrangères. »

Désormais, le franc n'est donc plus rattaché à l'or. Aucune limite n'est plus fixée à ses variations de valeur; on le laissera chercher sa position d'équilibre, c'est-à-dire le cours pour lequel la demande et l'offre se compenseront.

Toutefois, le fonds de stabilisation est maintenu « pour régulariser les rapports entre le franc et les devises étrangères ». Il n'interviendra donc plus pour défendre le franc à un niveau fixé, car l'expérience a prouvé qu'il était impossible de maintenir une monnaie à un cours donné alors que les conditions économiques et financières sont telles qu'à ce cours, la balance des paiements est largement déficitaire. Le rôle du fonds sera seulement d'éviter des variations brutales ou momentanées de la valeur du franc qui ne correspondraient pas à un déséquilibre durable de la balance des paiements.

Dès lors, la valeur du franc sera encore plus qu'avant fonction de la confiance qu'on aura en une gestion saine des finances publiques et en une restauration de l'économie nationale, puisque ses fluctuations ne sont plus limitées, et l'importance des indications fournies par l'évolution du marché à terme va se trouver accrue de ce fait.

## 2° Juillet-octobre 1937. — Dépréciation du franc

Conformément aux nouvelles dispositions monétaires, le fonds de stabilisation cesse de soutenir le franc et, à la réouverture de la Bourse des valeurs le 1<sup>er</sup> juillet, la livre

passé de 110,55 à 128,93, et le dollar de 22,42 à 26,06. A ce cours la demande de francs est plus forte que l'offre; le franc se raffermît légèrement et on enregistre quelques rentrées d'or dans la première moitié de juillet. L'examen du bilan de la Banque de France laisse penser que celles-ci ont été de 2 à 3 milliards.

*(En millions de francs)*

|                         | Comptes courants<br>particuliers | Disponibilités en francs<br>du fonds | Ressources or<br>du fonds<br>(au cours du jour) |
|-------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------------------|
| 1 <sup>er</sup> juillet | 11.920                           | 5.000 environ                        | 6.500 environ                                   |
| 15 juillet              | 9.066                            | 2.000 environ                        | 9.000 à 10.000                                  |

Comparées aux sorties d'or du mois de juin, ces rentrées sont bien peu importantes; leur modicité dénote une méfiance persistante en la stabilité du franc.

D'ailleurs, à terme si les reports se détendent, comme il est normal après une dévaluation, leur taux reste toujours supérieur à la disparité des taux d'intérêt, et dès le 8 juillet il augmente de nouveau. La spéculation ne croit donc pas que le franc peut rester stable et elle considère que la dépréciation de juin n'est qu'une étape vers un affaiblissement plus profond de la monnaie.

Effectivement, vers le 15 juillet, la demande de devises étrangères augmente. Le fonds, qui ne s'oppose plus à une tendance durable à la baisse de la monnaie, laisse celle-ci glisser. La livre atteint 135, mais cette tension ne dure pas, la publication des décrets-lois d'assainissement financier, dont on escompte l'influence favorable, ramène le

calme sur le marché des changes et au mois d'août le franc redevient stable.

|                         | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|-------------------------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|
| 1 <sup>er</sup> juillet | 128,93               | 5                                   | 15,51                       | 4,69                                                       |
| 6 juillet               | 128,29               | 2,50                                | 7,79                        | 4,69                                                       |
| 8 juillet               | 128,30               | 3,75                                | 11,69                       | 4,69                                                       |
| 16 juillet              | 128,90               | 6,50                                | 20,17                       | 4,69                                                       |
| 19 juillet              | 131,30               | 6,25                                | 19,04                       | 4,69                                                       |
| 22 juillet              | 133,80               | 6,25                                | 18,68                       | 4,69                                                       |
| 30 juillet              | 132,81               | 3,75                                | 11,29                       | 4,69                                                       |
| 11 août .               | 132,85               | 2,80                                | 8,43                        | 3,58                                                       |

Cependant, si à terme les reports se sont détendus après cette nouvelle hausse des changes, leur taux reste à un niveau élevé. Malgré la baisse du taux de l'escompte, ramené à 4 % le 3 août et qui permet une baisse du taux de l'intérêt, le taux des reports reste supérieur à 8 %, montrant que la spéculation prend toujours position à la baisse du franc et que par conséquent elle doute de l'efficacité des décrets-lois. Ceux-ci ont cependant pour but de réduire le déficit des finances publiques, mais c'est par un accroissement des charges fiscales et non par un effort d'économie qu'ils cherchent à atteindre ce résultat. Comme par ailleurs aucune mesure n'est prise pour obtenir un relèvement de l'économie nationale, puisque la loi de 40 heures, loin d'être assouplie, est étendue à l'Algérie, il est à craindre que l'augmentation des tarifs fiscaux ne rallen-

tisse encore l'activité économique et ne rende plus difficile pour l'avenir l'équilibre des finances de l'Etat. Dans ces conditions, l'avenir du franc reste incertain, et comme aucune limite n'est plus fixée à sa baisse, la moindre alerte peut provoquer une tension des changes.

A la fin d'août, les événements d'Extrême-Orient et des bruits de dissension au sein du Gouvernement suffisent à provoquer une hausse des reports dont le taux atteint 14 %. Toutefois ce mouvement est passager, et au comptant le cours des changes reste stable.

A cette époque, la demande de francs nécessitée par les dépenses des touristes venus en France aide à équilibrer la balance des paiements. Mais dès le début de septembre on prévoit la fin du flot des touristes et les conséquences qui en résulteront pour le franc.

Par ailleurs, le Gouvernement, ayant décidé de ne pas emprunter en dehors des opérations de consolidation, est obligé pour faire face au découvert du Trésor de recourir aux avances de la Banque de France. Celles-ci augmentent de 2.340 millions le 26 août et de 800 millions le 2 septembre. La crainte que les tirages de l'Etat sur son compte d'avances se multiplient rapidement, se répercute sur le marché des changes au comptant et à terme. Après avoir essayé de maintenir la stabilité de la monnaie, le fonds, devant la pression persistante, laisse glisser le franc. Un premier repli ne met pas fin aux sorties de capitaux et le mouvement de baisse se renouvelle. Si après chacun de ses replis le franc s'améliore au comptant, à terme la tension demeure très forte pendant tout le mois.

|              | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|--------------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|
| 2 septembre  | 132,88               | 3,25                                | 9,78                        | 3,11                                                       |
| 6 septembre  | 132,945              | 4                                   | 12,03                       | 3,11                                                       |
| 9 septembre  | 133,50               | 6                                   | 17,97                       | 3,11                                                       |
| 10 septembre | 139,05               | 6                                   | 17,15                       | 3,11                                                       |
| 15 septembre | 144,125              | 6,75                                | 18,73                       | 3,11                                                       |
| 16 septembre | 146,62               | 6,50                                | 17,73                       | 3,11                                                       |
| 28 septembre | 144,58               | 12                                  | 33,19                       | 3,11                                                       |

A la fin de septembre, les opérations spéculatives prennent tant d'ampleur que l'institut d'émission fait appel à la collaboration des banques pour n'admettre les opérations à terme sur devises que sur justification. En effet, par suite de l'action exercée sur le volume des opérations au comptant par les opérations de changes à terme, lorsque ces dernières prennent une grande extension, la défense du franc au comptant se trouve rendue très difficile. Or la hausse des reports ne suffit pas à empêcher la spéculation à terme lorsqu'une forte dépréciation de la monnaie paraît inévitable; son seul effet est de rendre très onéreuses les opérations à terme engagées dans un but commercial pour couvrir des engagements en monnaie étrangère.

La dépréciation prévue par la spéculation se produit d'ailleurs malgré cette mesure, et le 4 octobre la livre atteint 150. Après cette nouvelle hausse des changes, le franc s'améliore au comptant tandis qu'à terme les reports

diminuent légèrement, mais cette détente doit être due surtout à des dénouements d'opérations spéculatives, car dès le 15 les reports augmentent de nouveau. Il semble que la spéculation ne considère la nouvelle parité du franc que comme un palier sur lequel la monnaie ne s'arrêtera pas longtemps.

Vers la fin du mois, on enregistre d'ailleurs une nouvelle poussée au comptant, sur la crainte de difficultés politiques. Mais aussitôt après, la situation se renverse. A cette date, en effet, la dépression du marché financier de New-York, qui fait craindre des difficultés aux Etats-Unis, est propice au franc. En outre, on peut enregistrer un certain nombre de faits favorables dont notre monnaie bénéficie.

Au point de vue politique, les élections cantonales ont été meilleures qu'on ne l'espérait. Au point de vue économique, du fait des dépréciations successives du franc, les prix nationaux ont été ramenés nettement au-dessous des prix mondiaux, laissant espérer la possibilité d'une reprise économique. Enfin, dans le domaine financier, on annonce que le budget de 1938 sera en équilibre.

|            | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|------------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|
| 4 octobre  | 150,15               | 9,50                                | 25,30                       | 3,44                                                       |
| 12 octobre | 148,40               | 3                                   | 8,62                        | 3,44                                                       |
| 15 octobre | 147,32               | 5,50                                | 14,93                       | 3,44                                                       |
| 27 octobre | 148,60               | 6                                   | 16,15                       | 3,44                                                       |
| 4 novembre | 147,09               | 3,75                                | 10,19                       | 2,81                                                       |

Aussi au début de novembre les reports sur changes reviennent-ils à des taux moins élevés, tandis qu'au comptant la livre reste stable à 147 sans que le franc soit soutenu artificiellement, puisqu'à ce cours on enregistre des rentrées de capitaux.

Depuis la fin de juillet la tendance contraire avait prédominé. Toutefois les pertes d'or du fonds n'ont jamais dû être considérables, car les dépenses des touristes pendant l'été et le remboursement d'un milliard d'or par la Banque d'Espagne au mois de septembre ont aidé à l'équilibre de la balance des paiements. Toutes les fois que cet équilibre n'a pas été réalisé, le fonds de stabilisation, après une résistance très momentanée, a laissé glisser le franc jusqu'à ce que l'offre et la demande se compensent.

Dans ces conditions, ses ressources en or n'ont pas dû diminuer sensiblement depuis la fin de juillet. Les chiffres du bilan de la Banque de France ne peuvent plus donner à cet égard de renseignements très utiles, car ils sont devenus très difficiles à interpréter depuis la fin de juillet.

Préoccupé de la mauvaise tenue des fonds d'Etat, le Gouvernement, par une convention avec la Banque de France du 23 juillet, a décidé la réévaluation de l'encaisse sur la base de 43 mg. d'or pour un franc et affecté le bénéfice qui provenait de cette opération à la dotation d'un fonds de soutien des rentes créé dans le but de « régulariser le marché des rentes » et autorisé en conséquence à acheter des titres de rentes perpétuelles et amortissables et des valeurs du Trésor à long et à moyen terme.

La réévaluation de l'encaisse a dégagé un bénéfice comptable de 6.800 millions environ, puisque la valeur du stock d'or passe de 48.859 à 55.677 millions; ce chiffre, qui constitue la dotation du fonds de soutien des rentes, se retrouve au poste « comptes courants et comptes de dépôt de fonds » où figurent désormais les disponibilités du nouvel organisme. Dès lors, il est très difficile de dégager dans les variations de ce poste la part qu'il faut attribuer au fonds de stabilisation. Toutefois, il est vraisemblable que, dans les périodes de tension des changes, les variations de ce poste reflètent assez exactement les opérations du fonds de stabilisation car, si le fonds de soutien des rentes, en pareille circonstance, cherchait à intervenir pour raffermir les fonds d'Etat, il augmenterait la quantité des capitaux en quête de refuge qui cherchent à s'expatrier et générerait ainsi l'action du fonds de stabilisation en accroissant l'offre de francs sur le marché des changes. Il est donc probable qu'au mois de septembre il a ralenti ou arrêté ses opérations, alors que déjà les tirages de l'Etat sur son compte d'avances augmentaient le volume des francs disponibles. Les comptes courants particuliers accusent en effet pendant ce mois un gonflement qui correspond à la tension des changes et doit provenir en partie des opérations du fonds de stabilisation, mais dans l'ensemble leur montant n'a pas subi de larges fluctuations et ce fait confirme que les mouvements d'or ont été limités.

*(En millions de francs)*

|           | Comptes courants<br>particuliers | Disponibilités en francs<br>du fonds                                                             | Ressources or<br>du fonds |
|-----------|----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------|
| 22 juill. | 9.104                            | 2.000                                                                                            | 9.000 à 10.000            |
| 29 juill. | 15.669                           | Dotation du fonds de soutien des<br>changes.                                                     |                           |
| 2 sept.   | 14.720                           |                                                                                                  |                           |
| 23 sept.  | 17.069                           | Tension des changes.                                                                             |                           |
| 30 sept.  | 15.785                           | Raffermissement du franc et rembour-<br>sement de la Banque d'Espagne.                           |                           |
| 7 oct.    | 16.772                           | Nouvelle tension des changes.                                                                    |                           |
| 28 oct.   | 14.531                           | Fin de la tension des changes ; obten-<br>tion d'un crédit de 200 millions de<br>francs suisses. |                           |

Il ne pouvait en être autrement, puisque pendant toute cette période le déséquilibre de la balance des paiements s'est manifesté par des variations du cours des changes et que la monnaie, au lieu de faire preuve d'une simple tendance à la faiblesse qui se serait traduite par des pertes d'or, a subi des dépréciations immédiates dont l'importance se trouvait mesurée par la hausse des devises étrangères.

### 3° Octobre-décembre 1937. - Le franc stable

A la fin d'octobre et au début de novembre, les mouvements d'or reprennent au contraire de l'importance. A cette époque, en effet, le revirement du courant des capi-

taux, joint à l'obtention d'un crédit de 200 millions de francs suisses, soit 1.400 millions de francs français, permet au fonds d'accroître ses réserves d'or. Il doit même, pour pouvoir continuer ses opérations, revendre de l'or à la Banque de France au début de novembre. Cette cession d'un montant de 3.127 millions représente en réalité 4 milliards, si l'on tient compte de la différence existant entre la valeur du franc sur le marché des changes et celle qui sert de base à l'évaluation de l'encaisse.

Ce mouvement d'or entre le fonds et la banque laisse penser que les ressources du fonds — 12 à 13 milliards — avaient été en grande partie converties en or. Cette hypothèse est confirmée par les déclarations officielles du ministre des Finances. Celui-ci fait en effet connaître le 18 novembre que le stock d'or du fonds après la cession d'or à la Banque de France est plus important qu'il ne l'était au 1<sup>er</sup> juillet. Or, les 5 milliards d'or que le fonds devait posséder au 1<sup>er</sup> juillet représentent au mois de novembre près de 7.500 millions. Il est donc permis de croire que le stock d'or du fonds est au milieu de novembre voisin de 8 milliards.

L'abondance de ses réserves permet d'abaisser le taux de l'escompte à 3 % et d'envisager sans crainte le remboursement de l'emprunt anglais de 40 millions de livres. Ce remboursement, qui atteint 6 milliards au cours de 147 francs pour une livre, commence à la fin de novembre et, échelonné sur quatre semaines, s'effectue d'autant plus facilement qu'un nouvel emprunt a été conclu avec la

Hollande pour un montant de 150 millions de florins, soit à peu près 2.450 millions de francs. Malgré les transferts d'or nécessités par la différence de valeur entre les deux emprunts, le stock d'or du fonds ne paraît pas varier sensiblement si l'on s'en rapporte au bilan de la Banque de France.

(En millions de francs)

|             | Comptes courants<br>particuliers | Disponibilités en francs<br>du fonds | Ressources or<br>du fonds |
|-------------|----------------------------------|--------------------------------------|---------------------------|
| 10 novembre | 17.860                           | 4.000 à 5.000                        | 8.000 environ             |
| 23 décembre | 16.548                           |                                      |                           |

Il semble donc que les mouvements de capitaux nous sont toujours favorables ; ce serait un indice heureux pour l'avenir de la monnaie, si à terme il ne subsistait pas, malgré une forte baisse des reports, un écart sensible entre leur taux et la disparité des taux d'intérêt.

|                          | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|--------------------------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|
| Nov. (moy.<br>mensuelle) | 147,19               | 2,99                                | 8,12                        | 2,81                                                       |
| 2 décembre               | 147,09               | 2                                   | 5,43                        | 2,38                                                       |

Au début de décembre, la situation française paraît cependant en voie de réel redressement; la stabilité des changes, les rentrées de capitaux et la baisse du taux de l'escompte en sont des gages certains. L'effort accompli pour équilibrer le budget, et qui se traduit par un excédent probable de 1.600 millions, est aussi de nature à faire

bien augurer de l'avenir. Par ailleurs, les mesures fiscales de l'été ont déjà produit leurs effets; même en tenant compte du fait que les évaluations n'ont pas été rectifiées, le rendement des impôts est satisfaisant.

C'est en considération de ces divers faits que la spéculation ne consent plus à payer des reports aussi élevés pour jouer à la baisse du franc; néanmoins, elle n'a pas assez confiance en l'avenir du franc pour abandonner complètement ses positions.

La discussion du budget dans la semaine du 12 au 20 décembre vient justifier ces craintes; on apprend en effet que l'équilibre budgétaire est très compromis. D'après M. Paul Reynaud, en tenant compte de la surélévation des recettes, de la sous-estimation des dépenses et des charges de l'Etat qui devraient, étant donné leur caractère permanent, être réintégrées dans le budget ordinaire, le budget, loin d'être en excédent, serait en déficit de 13 milliards.

A ces perspectives peu encourageantes s'ajoute, à la fin du mois, la reprise de l'agitation ouvrière qui affecte notamment les services publics. Ces conflits du travail, en laissant prévoir de nouvelles difficultés pour l'économie du pays, créent une atmosphère défavorable au maintien du franc. De plus, l'Etat, pour faire face aux charges écrasantes qu'il assume doit, malgré l'émission d'un nouvel emprunt, prendre encore 5 milliards sur son compte d'avances provisoires le 30 décembre, portant ainsi le total de l'inflation à 31.900 millions. Enfin, il est de nouveau question d'établir un contrôle des changes.

## 4° Crises des changes de janvier et mars 1938

En présence de ces circonstances, la situation du franc se renverse dès la fin de décembre. Au comptant son cours est relativement stable, mais ce résultat n'est dû qu'aux interventions du fonds dont les réserves diminuent. Jusqu'au 13 janvier, les sorties d'or ont dû être de l'ordre de 5 milliards; le bilan de la Banque de France doit donner à ce sujet des renseignements assez exacts, car il est vraisemblable que le fonds de soutien des rentes s'est abstenu de toute intervention pendant cette période pour ne pas contrecarrer l'action du fonds de stabilisation.

(En millions de francs)

|               | Comptes courants<br>particuliers | Disponibilités en francs<br>du fonds | Ressources or<br>du fonds |
|---------------|----------------------------------|--------------------------------------|---------------------------|
| 23 décem. 37  | 16.548                           | 4.000 à 5.000                        | 8.000 à 9.000             |
| 30 décem. 37  | 19.219                           | 7.000 à 8.000                        | 5.000 à 6.000             |
| 13 janvier 38 | 21.453                           | 9.000 à 10.000                       | 3.000 à 4.000             |
| 20 janvier 38 | 23.298                           | 11.000 à 12.000                      | 1.000 à 2.000             |

En même temps que les sorties d'or, la hausse des reports montre à quel point une nouvelle dépréciation de la monnaie est redoutée.

|              | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|--------------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|
| 11 décem. 37 | 147,09               | 2,15                                | 5,84                        | 2,38                                                       |
| 16 décem. 37 | 147,30               | 4,80                                | 13,03                       | 2,38                                                       |

|               | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|---------------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|
| 30 décem. 37  | 147,30               | 4,85                                | 13,17                       | 2,38                                                       |
| 11 janvier 38 | 147,65               | 5,50                                | 14,90                       | 2,64                                                       |
| 12 janvier 38 | 147,63               | 10                                  | 27,09                       | 2,64                                                       |
| 13 janvier 38 | 149,50               |                                     |                             |                                                            |

Le 13 janvier, en effet, le fonds, pour épargner ses réserves d'or, laisse glisser le franc. Le lendemain le Ministère, dont les membres n'étaient pas d'accord notamment sur la question du contrôle des changes, se retire. A la demande de la Banque de France, le marché des changes est clos du 14 au 17. A sa réouverture, il semble très surveillé. Le 21 on voit apparaître entre le cours de la livre coté à Paris et celui coté à Londres une différence de deux points qui dénote l'existence d'un essai de contrôle. A la suite de cette alerte, et malgré la solution de la crise ministérielle, la demande de devises étrangères augmente.

Le fonds de stabilisation, dont les réserves d'or s'épuisent, laisse de nouveau glisser le franc. Cette dernière baisse marque la fin de la tension au comptant. A cette date, les déclarations du nouveau ministre des Finances, résolument adversaire du contrôle des changes, arrête le mouvement de méfiance qui faisait sortir les capitaux ; d'autre part, il semble que la faiblesse du peso argentin fasse oublier provisoirement les difficultés du franc.

Le fonds profite de cette accalmie pour renforcer ses réserves d'or. Dans le bilan du 3 février apparaît le rachat

à la Banque de France des 3.127 millions qu'il lui avait cédés en novembre, soit 4.150 millions environ au cours du jour. Il est hors de doute que le stock d'or du fonds était très réduit et on préfère le reconstituer alors que la crise des changes est enrayée, plutôt que d'attendre, pour opérer un retrait d'or à la Banque de France, une nouvelle tension des changes qui donnerait à cette opération une signification alarmante. Si cette mesure implique la volonté de défendre l'unité monétaire, elle ne dénote pas en revanche une grande confiance dans l'avenir.

D'ailleurs, il faut remarquer que la dernière dépréciation du franc, au lieu d'être accompagnée comme il serait normal d'une baisse des reports, coïncide avec une nouvelle hausse de leur taux. Il est possible qu'à la fin de janvier, les reports aient été maintenus systématiquement élevés pour décourager la spéculation à terme, mais la persistance d'un taux de report voisin de 15 % sur la livre à trois mois indique que la solidité du franc inspire toujours de fortes inquiétudes.

|                             | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|-----------------------------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|
| 24 janvier                  | 149,95               | 5,50                                | 14,67                       | 2,64                                                       |
| 25 janvier                  | 153,25               | 6,50                                | 16,96                       | 2,14                                                       |
| 27 janvier                  | 154,875              | 6,80                                | 17,56                       | 2,64                                                       |
| 2 février                   | 152,78               | 6,25                                | 16,36                       | 2,75                                                       |
| Février (moy.<br>mensuelle) | 152,40               | 5,71                                | 14,98                       | 2,75                                                       |

Si l'on cherche les raisons, il faut bien reconnaître que la situation générale économique et financière de la France reste inquiétante et ne fait pas bien augurer de l'avenir de la monnaie.

Notre commerce extérieur est toujours largement déficitaire. Le déficit total pour 1937 a été de 18,3 milliards contre 9,9 pour 1936. Cette différence est beaucoup trop élevée pour provenir du gonflement des valeurs dû à la baisse du franc. Ce déséquilibre exagéré s'accompagne d'ailleurs de l'augmentation de nos importations d'objets fabriqués et de nos exportations de matières premières.

La réduction de l'activité économique que dénotent ces faits est confirmée du reste par l'indice de la production industrielle, calculé sur la base 100 en 1928, qui après s'être relevé au niveau très médiocre de 91 à la fin de 1937, retombe en janvier et en février à 87 et à 85.

Or, c'est précisément une augmentation de l'activité économique qui serait nécessaire pour diminuer les difficultés financières et monétaires. Elle améliorerait la situation de la balance commerciale et tendrait ainsi à réduire le déséquilibre de la balance des paiements. D'autre part, elle accroîtrait le rendement des impôts, contribuerait au rétablissement des finances publiques et limiterait par suite les risques d'inflation dont les conséquences sont si dangereuses pour la solidité de la monnaie.

Au contraire, l'équilibre du budget déjà péniblement acquis paraît compromis par le rendement déficitaire des impôts. Son déficit viendra augmenter les besoins de la

Trésorerie. Comme d'autre part, en raison de la situation extérieure, les crédits militaires doivent être relevés, il est à prévoir que le découvert total sera encore supérieur à celui de 1937, qui était déjà de 23 milliards.

Il est difficile de faire face à des besoins aussi considérables, surtout du fait de la pénurie de capitaux. Un emprunt en bons du Trésor a été émis en février, mais pour couvrir les dépenses de la défense nationale, il faudrait de nouvelles ressources. Pour se les procurer et donner en même temps aux souscripteurs l'assurance que les fonds versés ne seront pas détournés de leur objet, le Gouvernement fait voter le 5 mars la création d'une Caisse autonome de la Défense nationale, mais mis en difficultés, il démissionne le 10 mars.

La crise ministérielle, puis la formation d'un second ministère de front populaire, rendent plus présentes les difficultés financières françaises et la situation précaire de la monnaie.

Les devises étrangères sont de nouveau très demandées. Le fonds de stabilisation ne cherche pas à maintenir le franc très longtemps ; pour ne pas épuiser son stock d'or il laisse monter les changes, et devant cette dépréciation immédiate de la monnaie, les reports ne s'élèvent pas considérablement.

Après le 15 mars, une détente se produit d'ailleurs et le franc s'améliore sensiblement au comptant et à terme sans qu'aucune solution ait été apportée.

|         | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|---------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|
| 4 mars  | 153,85               | 4,30                                | 11,17                       | 3                                                          |
| 7 mars  | 154,90               | 4,90                                | 12,65                       | 3                                                          |
| 10 mars | 158,95               | 6                                   | 15,09                       | 3                                                          |
| 14 mars | 161,65               | 5,25                                | 12,99                       | 3                                                          |
| 15 mars | 165                  | 4,25                                | 10,30                       | 3                                                          |
| 18 mars | 161,80               | 4                                   | 9,88                        | 3                                                          |
| 4 avril | 160                  | 4,45                                | 11,12                       | 2,85                                                       |
| 8 avril | 162,25               | 4,65                                | 11,46                       | 2,85                                                       |

Le nouveau Gouvernement, pour résoudre le problème de la Trésorerie qui était le plus pressant, avait demandé en arrivant au pouvoir que le montant des avances provisoires consenties par la Banque de France en vertu de la convention du 30 juin 1937, soit porté de 15 à 20 milliards et que la Caisse autonome de la Défense nationale reçoive comme dotation initiale le bénéfice réalisé en francs par le fonds de stabilisation des changes, soit 4 milliards environ. Le relèvement de la marge d'avance est accordé par la convention du 22 mars, mais le Sénat refuse que le bénéfice du fonds soit affecté aux dépenses de l'Etat, les ressources du fonds devant être intégralement consacrées au remboursement des avances de l'Etat. D'ailleurs, ce bénéfice est purement fictif, car les 14 milliards que possède le fonds de stabilisation au mois de mars 1938 représentent moins de 90 millions de livres, alors que les 10 milliards de sa dotation initiale, en octobre 1936, valaient

plus de 100 millions de livres. Les ressources du fonds sont donc, relativement au cours des changes, moins importantes que lors de sa création. Or, sa dotation initiale était déjà insuffisante puisque dès qu'il se produisait des mouvements de capitaux un peu amples, il était obligé de faire appel à l'institut d'émission pour se regarnir soit en or, soit en francs.

La nouvelle marge d'avances obtenue ne peut résoudre bien longtemps les difficultés de la Trésorerie dont les besoins, jusqu'à la fin de l'année, sont de 1 milliard par semaine. Depuis le début du mois, l'Etat ne vit plus que sur les avances de la Banque de France dont le chiffre s'élèvera entre le 24 février et le 14 avril de 31.903 à 40.133 millions.

Un plan de redressement financier est nécessaire. Celui présenté par le Ministère Blum, et qui comprend notamment une contribution extraordinaire sur le capital et la surveillance des changes, n'est pas de nature à attirer les capitaux et à rétablir la situation du franc.

Néanmoins le marché des changes reste extraordinairement peu sensible à ce programme, puisqu'à la fin de mars et au début d'avril, on constate une amélioration du franc au comptant.

Il semble qu'à la suite des importantes sorties de capitaux qui se sont produites depuis trois ans, il ne reste plus que des quantités peu abondantes de francs disponibles qui puissent être convertis en devises étrangères. En outre, on escompte que les projets du Ministère ne seront pas

acceptés par le Sénat et cette prévision explique le calme du marché des changes à terme, où d'ailleurs les opérations ne sont probablement pas entièrement libres.

Ces vues se trouvent justifiées, puisque le 8 avril le Ministère est obligé de se retirer. Le 11, un Ministère d'union nationale lui succède. Le succès remporté par le nouveau Gouvernement devant le Parlement et la rapidité avec laquelle il met fin à l'agitation ouvrière sont autant de facteurs psychologiques qui influent sur le marché des changes. Le franc, qui avait faibli au moment de la discussion des projets Blum, est de nouveau demandé et s'améliore au comptant et à terme. Les mouvements de capitaux nous redeviennent favorables et le fonds se regarnit d'or. Depuis le rachat d'or effectué au début de février, ses ressources n'avaient pu diminuer dans de fortes proportions, car fidèle à la politique du franc flottant, il a laissé les changes monter lorsque la pression devenait trop forte. Néanmoins, il est vraisemblable que pour ralentir la dépréciation du franc il a été amené à certains moments à entamer ses réserves. Quelque vagues que soient les indications du bilan de la Banque, le sens des variations des comptes courants particuliers confirme cette hypothèse sans qu'on puisse se faire une idée exacte des chiffres (1).

---

(1) Les ressources or du fonds sont estimées par M. Jenny à 2,5 milliards pour le mois de mars 1938 (*Temps Financier* du 1<sup>er</sup> janvier 1939).

*(En millions de francs)*

|           | Comptes courants<br>particuliers | Disponibilités en francs<br>du fonds | Ressources or<br>du fonds |
|-----------|----------------------------------|--------------------------------------|---------------------------|
| 3 février | 19.500                           | 7.000 à 8000                         | 5.000 à 6.000             |
| 14 avril  | 21.521                           |                                      |                           |
| 21 avril  | 20.944                           |                                      |                           |

Le renversement des mouvements de capitaux au mois d'avril est à peine indiqué par les mouvements des comptes courants particuliers, alors que les rentrées d'or qui se sont alors produites seraient de 2 à 3 milliards selon certaines estimations. D'ailleurs, ce courant de capitaux se renverse rapidement; le 20 avril, l'équilibre est de nouveau rompu sur le marché des changes. Les cours des devises étrangères montent et ne sont ramenés que grâce à une énergique intervention du fonds de stabilisation. Parallèlement, le taux des reports s'élève et indique que la spéculation envisage une nouvelle baisse de valeur de la monnaie.

En effet, quelque espoir qu'on puisse fonder sur la politique du nouveau Ministère, la situation des finances publiques est telle qu'il est difficile de ne pas recourir à l'inflation; d'ailleurs, dans son programme, le Gouvernement a fait figurer comme mesure d'urgence l'obtention d'une nouvelle marge d'avance de 10 milliards. La création de nouvelles quantités de francs ne correspondant à aucun développement de l'activité économique ne peut qu'affaiblir la valeur du franc et il n'est pas étonnant que les

changes au comptant comme à terme reflètent cette crainte.

|              | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|--------------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|
| 19 avril ... | 158,19               | 2,625                               | 6,63                        | 2,85                                                       |
| 22 avril ... | 160,93               | 4,10                                | 10,19                       | 2,85                                                       |
| 25 avril ... | 163,50               | 3,25                                | 7,95                        | 2,85                                                       |
| 27 avril ... | 160,25               | 4,25                                | 11,85                       | 2,85                                                       |
| 2 mai ....   | 162,85               | 4,45                                | 10,93                       | 2,85                                                       |
| 3 mai ....   | 165,05               | 4,90                                | 11,87                       | 2,85                                                       |
| 4 mai ....   | 169,75               | 3,25                                | 7,65                        | 2,85                                                       |

La défense du franc entraîne des sorties d'or. Celles-ci semblent compenser et au delà les rentrées d'avril. Dans ces conditions, le fonds de stabilisation, dont les ressources sont très réduites, se voit obligé de laisser baisser le franc au début de mai.

Le 4 mai, la livre approche 170 et devant cette dépréciation déjà importante, les reports se détendent; mais une nouvelle baisse devait se produire le lendemain.



## CHAPITRE V

---

### Le Repli de Mai 1938 Le Franc partiellement rattaché à la Livre Sterling

---

#### 1° Le franc sous-évalué

Au début de mai, voyant l'impossibilité de maintenir le franc, le Gouvernement obtient, avec le maintien de l'accord tripartite, le consentement des puissances contractantes à une nouvelle dévaluation de la monnaie ; il s'engage en contre-partie à ne pas laisser le rapport livre-franc dépasser 179 (1).

De ce fait, et bien qu'aucun texte ne soit intervenu, le nouveau régime du franc se trouve de nouveau modifié.

---

(1) Le 4 mai, le Président du Conseil annonce : « Le cours que j'ai fixé pour la journée de demain ne sera pas dépassé ».

Le 5 mai, le Ministre des Finances déclare : « Ce qu'a décidé le Gouvernement, en conformité avec l'accord tripartite, c'est que désormais le cours de 179 fr. pour une livre sterling ne sera pas dépassé ».

Complètement libre et n'ayant plus aucune limite à ses variations de valeur depuis le 30 juin 1937, le franc est désormais et d'après les engagements du Gouvernement rattaché partiellement à la livre sterling. Une limite inférieure lui est en effet assignée et celle-ci est fixée par rapport à l'unité monétaire anglaise; cette limite inférieure n'est du reste pas rigide, puisque la livre est elle-même flottante.

Il résulte implicitement de ce nouvel état de choses que le fonds de stabilisation devra intervenir pour soutenir le franc lorsque celui-ci risquera de descendre au-dessous de la parité fixée. Cette éventualité n'est d'ailleurs pas à craindre immédiatement car de l'avis général, au cours de 179 francs pour une livre, le franc se trouve sous-évalué et ramené brusquement à la valeur qu'il aurait atteinte progressivement quelques mois plus tard, en admettant qu'aucune modification n'ait été apportée à la situation économique et financière (1).

Le franc paraît donc assuré d'une stabilité provisoire, mais celle-ci ne sera acquise définitivement que si le délai ainsi obtenu est mis à profit pour faire disparaître la disproportion qui existe entre les dépenses de l'Etat et ses ressources.

Dès le 5 mai, en accord avec la nouvelle politique monétaire du Gouvernement, le fonds de stabilisation cesse complètement de soutenir le franc qui atteint aussitôt sa limite inférieure de dépréciation. A ce cours, la demande de

---

(1) Voir notamment GISCARD D'ESTAING : *Revue de Paris*, 15 mai 1938.

francs est importante. Dans les jours qui suivent sa dévaluation, les rentrées de capitaux sont considérables et, malgré l'intervention constante du fonds de stabilisation qui absorbe les devises étrangères offertes, le franc s'apprécie progressivement.

En 15 jours, les rentrées de capitaux atteignent 18 à 20 milliards, selon les évaluations faites tant en France (1) qu'en Angleterre (2). Si peu importantes qu'aient été les ressources en or du fonds de stabilisation le 5 mai, il n'aurait pu absorber une telle quantité de devises puisque les disponibilités en francs du fonds, dont le montant maximum ne peut dépasser 14 milliards, devaient être à cette date de l'ordre de 12 à 13 milliards (1). Il aurait donc fallu, pour qu'il puisse faire la contre-partie des devises étrangères offertes, que le fonds revendit de l'or à la Banque de France pour se ravitailler en francs. Dans le but d'éviter ces mouvements d'or continuels entre la Banque de France et le fonds qui rendent en fait illusoire le secret des opérations du fonds, le Trésor est autorisé provisoirement à consentir sur ses disponibilités des prêts au fonds de stabilisation. Un décret du 18 mai vient régulariser cette pratique; le Trésor peut désormais consacrer une partie de ses ressources à des avances sans intérêt au fonds remboursables à tout moment. Ces opérations ne présentent aucune difficulté puisque lorsque le fonds regorge d'or, les capitaux abondent et le Trésor, bénéfi-

---

(1) JENNY : *Revue Politique et Parlementaire*, 10 juin 1938.

(2) *Financial Times*, 20 mai 1938.

ciant de nombreuses souscriptions de bons du Trésor, se trouve abondamment pourvu. Au contraire, les difficultés du Trésor ont lieu en période de sorties de capitaux et le fonds de stabilisation, qui devra alors absorber des francs, pourra rendre au Trésor les ressources qu'il lui a empruntées.

Ces nouvelles dispositions, en même temps qu'elles évitent les mouvements d'or entre la Banque de France et le fonds de stabilisation, permettent également de régulariser le marché monétaire en absorbant les capitaux rentrés par l'émission de bons du Trésor. En ce sens, le fonctionnement du fonds des changes français se rapproche sensiblement du fonctionnement du fonds anglais.

En effet, dorénavant, au delà des 15 milliards qui représentent la dotation initiale du fonds, ce sont les disponibilités que le Trésor se procure par l'émission de bons du Trésor qui lui permettront d'absorber les devises étrangères et l'or provenant des rentrées de capitaux.

Ainsi, tant que les réserves d'or du fonds restent supérieures à 15 milliards, les rentrées d'or ont comme contrepartie une émission plus forte de bons du Trésor qui vient résorber les disponibilités nouvelles que les retours de capitaux ont jeté sur le marché monétaire. En sens contraire, les sorties d'or permettent, par suite des remboursements du fonds au Trésor, de diminuer la masse des bons du Trésor en circulation et de compenser ainsi par des disponibilités nouvelles celles que les sorties de capitaux ont fait disparaître.

De cette façon, le crédit à court terme se trouve soustrait dans une certaine mesure à l'influence des mouvements de capitaux, l'interdépendance des opérations du fonds et des émissions de bons du Trésor permettant d'obtenir une plus grande constance du volume des disponibilités sur le marché monétaire et par suite une stabilité plus grande des taux d'intérêt qui y sont pratiqués.

Un deuxième décret en date du 18 mai décide par ailleurs que les disponibilités du fonds de soutien des rentes pourront être utilisées à des achats d'or placés sous dossier à la Banque de France. Le fonds de soutien des rentes pourra donc, le cas échéant, fournir lui aussi des ressources en francs au fonds de stabilisation ou se substituer au Trésor comme prêteur au cas où celui-ci aurait besoin de ses disponibilités. Les ressources du fonds des rentes estimées à 3 ou 4 milliards au début de 1938 (1) augmentent d'autant les disponibilités du fonds de stabilisation.

Ces modifications comptables expliquent que l'examen des comptes courants particuliers de l'institut d'émission ne révèle plus du tout les opérations du fonds de stabilisation du mois de mai au mois de septembre, les disponibilités en francs du fonds de stabilisation proviennent en effet partiellement des prêts que le Trésor lui consent comme le montre l'examen des comptes du Trésor.

---

(1) JENNY : *Revue Politique et Parlementaire*, 10 juin 1938.

*Opérations du Trésor avec le fonds de stabilisation**(En millions de francs)*

|                    | Dépenses | Recettes | Solde |
|--------------------|----------|----------|-------|
| 31 mai .....       | 4.300    | »        | 4.300 |
| 30 juin .....      | 7.400    | 5.630    | 1.770 |
| 31 juillet .....   | 8.080    | 5.830    | 2.250 |
| 31 août .....      | 8.380    | 7.830    | 550   |
| 30 septembre ..... | 8.380    | 8.380    | »     |
| 30 octobre .....   | 8.380    | 8.380    | »     |

Les opérations du Trésor avec le fonds de stabilisation ont donné lieu alternativement à des avances au fonds et à des remboursements au Trésor, ceux-ci étant nécessités probablement par le besoin que le Trésor a eu de reprendre ses disponibilités à certains moments et notamment pour assurer ses échéances de fin de mois. Il semble donc qu'il existe entre le fonds et le Trésor une sorte de compte courant qui présente toutefois cette particularité qu'en aucun cas le Trésor ne pourrait être débiteur du fonds de stabilisation.

Les importantes rentrées de capitaux du mois de mai, en même temps qu'elles renforcent la position du franc, fournissent d'abondantes disponibilités au marché monétaire. Elles permettent à l'institut d'émission d'abaisser son taux d'escompte de 3 à 2 1/2 % et cette mesure, en faisant baisser le loyer de l'argent, est favorable à une reprise économique. En outre, la Trésorerie se trouve largement assurée par l'abondance des souscriptions de bons

du Trésor et les risques d'inflation sont de ce fait écartés.

Mais les capitaux rapatriés ne cherchent pas à s'investir sur le marché de l'argent à long terme où les disponibilités sont toujours restreintes. Si l'emprunt remboursable en 30 ans émis en mai pour subvenir aux besoins de la Défense nationale est aisément couvert en une journée, les conditions d'émission très avantageuses dont il est assorti le rendent très onéreux pour l'Etat. Le refus, de la part des capitaux, de s'immobiliser pour longtemps dénote un manque de confiance dans l'avenir. Ils ont été convertis en francs pour profiter du bénéfice que laissait l'opération à un cours qui paraissait avantageux, mais ils s'emploient seulement sur le marché à court terme, prêts à repartir à la première alerte.

Toutefois l'évolution du marché des changes à terme ne fait pas pressentir de risques immédiats. Au lendemain de la dévaluation, le report sur la livre à trois mois est resté quelques jours très voisin du pair. Sa disparition presque totale malgré l'existence de taux d'intérêts plus élevés à Paris qu'à Londres montre que le franc apparaît bien sous-évalué et que la spéculation prend plutôt position à sa hausse. Le report augmente d'ailleurs à mesure que le franc s'améliore au comptant, les chances de revalorisation future devenant moins grandes. A la fin du mois, il est sensiblement égal à la disparité des taux d'intérêt entre Paris et Londres mais il ne s'élève pas, bien qu'à ce moment la tension de la situation internationale à propos de la Tchécoslovaquie arrête l'afflux des capitaux et provoque la

faiblesse du franc. Ce mouvement ne dure que quelques jours et les difficultés internationales étant provisoirement écartées, le franc se raffermi au comptant.

|                          | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|--------------------------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|
| 5 mai....                | 118,90               | 0,25                                | 0,55                        | 2,85                                                       |
| 9 mai....                | 177,80               | 0,15                                | 0,33                        | 2,85                                                       |
| 12 mai....               | 177,70               | 0,55                                | 1,23                        | 2,85                                                       |
| 16 mai....               | 177,65               | 0,80                                | 1,80                        | 2,85                                                       |
| 20 mai....               | 177,65               | 1,10                                | 2,47                        | 2,85                                                       |
| 27 mai....               | 178,725              | 1,15                                | 2,57                        | 2,85                                                       |
| 31 mai....               | 178,21               | 1,25                                | 2,80                        | 2,85                                                       |
| Juin (moy.<br>mensuelle) | 178,17               | 1,30                                | 2,91                        | 1,91                                                       |

A cette époque, et bien que les rentrées de capitaux paraissent interrompues, les circonstances sont favorables au franc; c'est le moment où les touristes étrangers viennent en France et le niveau peu élevé des prix français depuis la dévaluation devrait les attirer en grand nombre et assurer pendant les mois d'été l'équilibre de la balance des paiements.

A terme, le taux des reports est redevenu plus élevé que la disparité des taux d'intérêt, mais l'écart pendant le mois de juin reste peu important, montrant que la spéculation est peu active et ne prévoit pas à bref délai une dépréciation nouvelle du franc.

## 2° Été 1938. - Faiblesse du franc

Mais vers le milieu de juillet, la question tchécoslovaque redevient préoccupante et les changes se retendent brusquement au comptant et à terme.

Après une légère amélioration à la fin de juillet, lors de la venue en France des Souverains britanniques, la tension reparaît plus accentuée au mois d'août en même temps que les affaires d'Europe Centrale font redouter davantage un conflit. La livre et le franc baissent par rapport au dollar et à l'or, mais le franc est encore plus faible que la livre. Celle-ci monte à 178,90 et le fonds de stabilisation doit intervenir pour qu'elle ne dépasse pas le cours limite de 179. Outre la faiblesse du franc au comptant et les sorties d'or, on enregistre l'élévation considérable des reports sur la livre à trois mois.

|               | Livre<br>au comptant | Report<br>sur livre<br>à trois mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|---------------|----------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|
| 7 juillet ..  | 177,79               | 1,20                                | 2,69                        | 1,77                                                       |
| 15 juillet .. | 178,66               | 2,85                                | 6,26                        | 1,77                                                       |
| 25 juillet .. | 178,03               | 2,20                                | 4,93                        | 1,77                                                       |
| 8 août....    | 178,41               | 3,85                                | 8,63                        | 2,05                                                       |
| 10 août....   | 178,90               | 5,25                                | 11,73                       | 2,05                                                       |
| 16 août....   | 178,90               | 6,50                                | 14,53                       | 2,05                                                       |

Il faut donc rechercher à la faiblesse du franc une cause différente de la tension internationale et qui vient s'y ajouter.

Il était à prévoir que le franc tendrait peu à peu à perdre le bénéfice de la sous-évaluation dont il jouissait au mois de mai lorsqu'il avait été ramené à un niveau qui paraissait trop bas à cette époque, mais qu'il devait fatalement atteindre si aucune modification n'était apportée à la situation économique et financière. Or, plusieurs mois se sont écoulés depuis la dévaluation et il apparaît douteux que les décrets-lois du printemps aient apporté quelque amélioration.

Parmi les mesures prises par le Gouvernement en vertu des pleins pouvoirs que lui accordait la loi du 13 avril 1938, une des premières a été le relèvement de 8 % au tarif des impôts. Si cette surcharge fiscale tend à assainir la situation des finances publiques, en revanche, elle pèse sur l'économie nationale et ce ne sont pas les quelques dégrèvements accordés, ni les trop timides dérogations apportées à la loi de 40 heures qui peuvent contrebalancer les effets dus à l'augmentation de la fiscalité.

Une tentative est faite pour obtenir un meilleur fonctionnement du marché monétaire et favoriser à la fois l'alimentation de la Trésorerie et du crédit privé. Un décret du 17 juin 1937 introduit l'open market; l'institut d'émission est autorisé à acheter sur le marché libre dans les limites et aux conditions fixées par le Conseil général de la Banque, des effets publics négociables à court terme et des effets privés admissibles à l'escompte, pour agir sur le volume du crédit et régulariser ainsi le marché monétaire. Pour bien montrer que le but de la politique d'open

market est seulement d'améliorer la distribution du crédit à court terme et non pas de favoriser une inflation déguisée, l'Etat s'interdit la faculté de faire réescompter directement les effets publics par l'Institut d'émission.

Mais par ailleurs, comme les dépenses publiques sont encore accrues même en dehors des charges imposées par les nécessités de la Défense nationale, pour assurer les besoins à venir de la Trésorerie, le montant des avances provisoires accordées par la Banque de France en vertu de la convention du 30 juin 1937 est relevé à nouveau et porté de 20 à 30 milliards par une nouvelle convention du 14 avril ratifiée par un décret-loi du 17 juin 1938. Le principe de l'inflation comme moyen de financement des dépenses n'est donc toujours pas répudié. Il est à craindre que cette nouvelle marge d'avances ne soit utilisée dans un avenir assez proche car la réduction de l'activité économique ne peut manquer d'avoir une action sur les recettes de l'Etat. La production industrielle est en effet en sensible régression, comme le montre l'indice calculé sur la base 100 en 1928 qui est passé de 84 en mars à 82 au mois de mai.

Il devient nécessaire de prendre des mesures pour arrêter la faiblesse du franc d'autant plus que les réserves d'or du fonds de stabilisation ont sensiblement diminué depuis le mois de mai, si l'on s'en rapporte à une déclaration officielle du Président du Conseil. Celui-ci fait en effet savoir à la fin d'août que la circulation serait entièrement couverte par l'or du fonds et l'or de l'encaisse si celle-ci

était comptabilisée en prenant pour base la valeur du franc à cette époque. Or, l'encaisse-or réévaluée représenterait un peu plus de 89 milliards et comme la circulation au bilan du 25 août est de 99 milliards, on peut conclure que les ressources or du fonds s'élèvent à 10 milliards environ.

En conséquence, le Gouvernement affirme sa volonté d'éviter toute réforme monétaire que ce soit sous forme de dévaluation ou de contrôle des changes. Il décide en outre d'assouplir de nouveau la loi de 40 heures pour tenter de ranimer l'économie nationale.

Bien que le décret pris à cet effet soit encore très insuffisant puisque notamment le tarif des heures supplémentaires jugé pourtant excessif, n'est même pas modifié, la tension des changes diminue tant au comptant qu'à terme, les reports restant cependant très élevés.

D'ailleurs, avec le mois de septembre, l'affaire tchécoslovaque redevient très inquiétante et c'est surtout à la situation extérieure que le marché des changes devient sensible. Si le cours de la livre demeure stable, l'Angleterre se trouvant aussi atteinte que la France par la menace d'un conflit, le dollar monte. Vers la fin de septembre, le fonds d'égalisation anglais envoie de l'or aux Etats-Unis pour enrayer la baisse de la livre et de ce fait, le franc faiblit.

A l'intérieur, l'institut d'émission a dû faire face à de nombreuses demandes de moyens de paiement. Le montant de ses escomptes et de ses avances a augmenté de

13 milliards pendant le mois de septembre. Pendant la même période, l'Etat a pris 10 milliards sur son compte d'avances. Aussi la circulation s'est-elle accrue de 22 milliards. Cet accroissement de francs n'a pas dû peser de façon très considérable sur le marché des changes.

En effet, le souci de se procurer les disponibilités nécessaires au cas où un conflit éclaterait, a empêché que ne se produisent à cette époque des exportations de capitaux très considérables. Néanmoins, l'appréciation de la livre à la fin de septembre, à la suite des interventions du fonds d'égalisation anglais, est défavorable au franc; à terme le report sur la livre s'élève dans la crainte d'une nouvelle dépréciation du franc par rapport à la livre. Pendant quelques jours, du 26 au 29 septembre, les cotations à terme sont suspendues.

|              | Dollar | Livre au<br>comptant | Report<br>sur livre<br>à 3 mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité<br>des taux<br>d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|--------------|--------|----------------------|---------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 25 août ...  | 36,545 | 178,33               | 3,75                            | 8,41                        | 2,05                                                          |
| 13 septembre | 37,18  | 178,31               | 3,75                            | 8,41                        | 1,76                                                          |
| 23 septembre | 37,18  | 178,52               | 6,                              | 13,44                       | 1,76                                                          |
| 28 septembre | 37,90  | 178,90               | non coté                        | —                           | 1,76                                                          |
| 3 octobre .. | 37,29  | 178,92               | 8,25                            | 18,43                       | 2,60                                                          |

Lorsqu'elles sont reprises après le dénouement pacifique de l'affaire tchécoslovaque, la tension au comptant et à terme s'accroît car le bénéfice de la paix est pour le franc annulé par les craintes que fait courir pour la monnaie

la situation intérieure; celle-ci se trouve aggravée du fait des dépenses supplémentaires auxquelles ont donné lieu les mesures prises au mois de septembre.

Pour résoudre le problème financier et économique, le Gouvernement est obligé de demander à nouveau les pleins pouvoirs. Il les obtient jusqu'au 15 novembre et le report sur la livre baisse à l'annonce de cet événement favorable. Néanmoins, il reste élevé car l'incertitude sur les mesures qui seront prises, puis le désaccord qui se manifeste à leur sujet au sein du Gouvernement peu avant l'expiration des pleins pouvoirs empêche la situation du franc de s'améliorer sur le marché des changes.

Au comptant, la livre et le franc faiblissent ensemble par rapport au dollar, car en Angleterre l'augmentation des dépenses militaires compromet aussi l'équilibre budgétaire; mais à terme, l'écart entre le taux des reports sur la livre à trois mois et la disparité des taux d'intérêt indique qu'on prévoit une dépréciation du franc plus forte que celle de la livre.

|                 | Dollar | Livre au<br>comptant | Report<br>sur livre<br>à 3 mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité<br>des taux<br>d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|-----------------|--------|----------------------|---------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 8 octobre ....  | 37,34  | 178,92               | 4,90                            | 10,95                       | 2,60                                                          |
| 28 octobre .... | 37,48  | 178,82               | 4,25                            | 9,50                        | 2,60                                                          |
| 4 novembre .    | 37,565 | 178,79               | 4,20                            | 9,39                        | 2,55                                                          |
| 10 novembre .   | 37,69  | 178,87               | 4,65                            | 10,39                       | 2,55                                                          |

La défense du franc est en effet compromise car l'or qui

était rentré en France au mois de mai par l'intermédiaire du fonds de stabilisation paraît être reparti pour la plus grande part. Les renseignements qu'on peut avoir sur les ressources du fonds de stabilisation ne sont pas très précis. Néanmoins, quelque vagues que soient les indications données par l'examen des comptes particuliers de la Banque de France, leur gonflement, encore qu'il soit dû dans une certaine mesure à l'augmentation des signes monétaires au mois de septembre, dénote une forte augmentation des disponibilités en francs du fonds. Depuis la fin d'août, époque à laquelle, nous l'avons vu, les ressources en or du fonds devaient être de l'ordre de 10 milliards, le montant des dépôts des comptes particuliers est passé de 15,8 milliards à 23,3 milliards. Cette augmentation est d'autant plus significative que depuis la fin de septembre les avances du Trésor au fonds de stabilisation sont intégralement remboursées. Enfin, M. Paul Reynaud déclarera, au mois de décembre, que dans les trois mois qui ont précédé son arrivée au Ministère des Finances, c'est-à-dire du début d'août au début de novembre, les pertes d'or du fonds s'étaient élevées à 10 milliards. De ces quelques indications il résulte qu'au début de novembre, les ressources or du fonds doivent être de 3 à 4 milliards.

Il est donc temps, pour éviter une nouvelle dépréciation de la monnaie, de prendre des mesures efficaces.

### 3° Le redressement de novembre 1938

Le 15 novembre sont publiés les décrets-lois pris en vertu

des pleins pouvoirs accordés au Gouvernement au mois d'octobre. Aussitôt, la situation du franc se renverse. Si, au comptant, il continue de faiblir par rapport au dollar, c'est que le fonds de stabilisation intervient pour s'opposer à une dépréciation trop brutale de la livre par rapport au franc, mais le courant des capitaux nous est redevenu favorable. D'après les déclarations officielles, le 25 novembre, 1.500 millions d'or sont déjà rentrés. Le report sur la livre diminue; après l'insuccès de la grève générale organisée en protestation contre les décrets-lois, il tombe nettement au dessous de la disparité des taux d'intérêt; sur la livre à un mois, on cote même pendant quelques jours un léger déport. Ce résultat qu'on n'avait pas observé depuis longtemps, si l'on excepte le mois de mai 1938, prend toute sa valeur du fait qu'il n'a pas pour origine une dépréciation de l'unité monétaire.

D'ailleurs, malgré une certaine appréciation du franc au comptant, les caisses du fonds de stabilisation se regarnissent d'or.

|                 | Dollar | Livre au<br>comptant | Report<br>sur livre<br>à 3 mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité<br>des taux<br>d'intérêts<br>(moyenne<br>mensuelle) |
|-----------------|--------|----------------------|---------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 14 novembre ... | 37,80  | 178,77               | 3,50                            | 7,83                        | 2,55                                                          |
| 18 novembre ... | 37,87  | 178,64               | 3                               | 6,71                        | 2,55                                                          |
| 25 novembre ... | 38,45  | 178,66               | 2                               | 4,47                        | 2,55                                                          |
| 29 novembre ... | 38,30  | 178,48               | 1,10                            | 2,46                        | 2,55                                                          |
| 2 décembre .... | 38,01  | 177,80               | 0,40                            | 0,90                        | 1,42                                                          |

Le 7 décembre, M. Paul Reynaud annonce à la commission des finances de la Chambre que les réserves du fonds se sont accrues de 6 milliards, puis deux jours plus tard, lors de la discussion du budget devant la Chambre des Députés, il déclare qu'elles ont presque triplé en quelques semaines. Il résulte donc de cette double indication que du milieu de novembre au 9 décembre les réserves d'or du fonds sont passées de 3,5 milliards à 9,5 milliards environ.

Ces rentrées d'or jointes à la disparition de toute spéculation à la baisse du franc sans qu'il y ait eu nouvelle dépréciation de la monnaie, indique clairement que la confiance est revenue en la stabilité future du franc. Ce changement d'opinion est dû au gros effort que représentent les décrets-lois de novembre en vue d'assainir la situation des finances de l'Etat. Leur mise en œuvre doit permettre, d'après les estimations du Ministre des Finances, de ramener l'écart entre les dépenses et les recettes de l'Etat de 50 à 35 milliards pour 1939 et ce résultat n'est considéré que comme une étape dans la voie d'un équilibre plus complet.

D'autre part, le Gouvernement marque sa volonté de renoncer à l'inflation comme moyen de se procurer des ressources. Dans ce but il clôt les comptes d'avances provisoires après avoir porté leur total à 52.083 millions en épuisant la marge restante et il les rembourse à concurrence du bénéfice comptable dégagé par la réévaluation de l'encaisse. Celle-ci, en vertu de la convention du 12 novembre 1938, est faite sur la base de 27 mg. 5 au titre

de 900 millièmes de fin pour un franc. Elle permet de réduire les avances de 31.456 millions et de les ramener au montant maximum définitif de 20.627 millions.

|                                                                 | Encaisse         | Avances à l'Etat |
|-----------------------------------------------------------------|------------------|------------------|
| 10 novembre .....                                               | 55.808           | 48.133           |
| Opérations faites entre<br>les 2 publications de<br>bilan ..... |                  | 52.083 (+ 3.950) |
| 17 novembre .....                                               | 87.264 (+31.456) | 20.627 (—31.456) |

Ce reste d'inflation ne constitue pas un danger pour la stabilité future du franc car la convention du 12 novembre affecte à son remboursement les disponibilités du fonds de stabilisation et du fonds de soutien des rentes à leur liquidation et le bénéfice d'une réévaluation éventuelle. Ces diverses ressources permettraient donc d'annuler facilement le solde du compte d'avances provisoires.

Depuis le début de 1939, la situation du franc ne s'est pas renversée. Les rentrées d'or se poursuivent, décelant des retours de capitaux vers la France. Au mois de novembre, le fonds de stabilisation a de nouveau eu recours aux avances du Trésor pour augmenter ses réserves de francs et pouvoir absorber les devises étrangères qui sont offertes.

#### *Opérations du fonds de stabilisation avec le trésor*

*(En millions de francs)*

|                        | Dépenses | Recettes | Solde  |
|------------------------|----------|----------|--------|
| 30 novembre 1938 ..... | 20.880   | 8.380    | 12.500 |
| 31 décembre 1938 ..... | 22.230   | 11.930   | 10.300 |
| 28 février 1939 .....  | 24.280   | 14.280   | 10.000 |

La réalisation de ce prêt au mois de novembre a fortement augmenté le montant des comptes courants particuliers, mais depuis, leur dégonflement progressif indique une augmentation continuelle du stock d'or et de devises du fonds de stabilisation.

### *Comptes courants particuliers*

*(En millions de francs)*

|                        |        |
|------------------------|--------|
| 10 novembre 1938 ..... | 23.322 |
| 17 novembre 1938 ..... | 31.492 |
| 30 décembre 1938 ..... | 25.669 |
| 5 janvier 1939 .....   | 23.429 |
| 16 mars 1939 .....     | 18.785 |

D'ailleurs, dans une déclaration faite vers le milieu de janvier, M. Paul Reynaud annonce qu'à cette date le fonds dispose de quatre fois plus de devises et de métaux précieux qu'au début de novembre (1); puis le 6 mars, il fait savoir que février a rapporté deux fois plus d'or que janvier et que le fonds possède à ce moment dix fois plus d'or qu'au début de mars 1937 (2). Il semble donc que les ressources en or et en devises du fonds de stabilisation s'élèvent au milieu de janvier à 14 milliards environ et qu'au début de mars leur montant doit être voisin de 20 milliards.

---

(1) Déclaration au correspondant parisien du *Telegraaf d'Amsterdam* (Information du 20 janvier 1938).

(2) Discours à l'Assemblée générale du Comité extraparlémentaire du Commerce de Détail

Malgré le jeu du décret-loi du 18 mai 1938, les rentrées de capitaux ont eu une influence sur le marché monétaire. En effet, au début de novembre, le fonds de stabilisation avait la majeure partie de sa dotation initiale en francs; d'autre part, les disponibilités supplémentaires en francs qui lui ont été fournies par les avances du Trésor provenaient des ressources que l'Etat s'est procurées en épuisant la marge restante des avances provisoires et en augmentant de 6.800 millions le montant des avances permanentes de la Banque de France. Ainsi, les rentrées de capitaux n'ayant pas eu comme contre-partie une émission égale de bons du Trésor, les disponibilités nouvelles qui sont venues alimenter le marché monétaire ont permis d'obtenir une baisse des taux d'intérêt et de réaliser la politique d'argent à bon marché que le Gouvernement considérait comme un des facteurs essentiels de la reprise économique en France.

Le taux d'escompte de la Banque de France a pu être ramené de 3 % à 2 1/2 % le 24 novembre et à 2 % le 3 janvier. Le taux d'escompte hors banque, bien qu'il reste plus élevé que celui pratiqué en Angleterre et aux Etats-Unis, a baissé de façon plus sensible encore, passant de 3,21 % en novembre à 1,94 % en février. L'abondance de l'argent se manifeste aussi par le dégonflement du portefeuille de la Banque de France qui passe pendant la même période de plus de 12 milliards à 5 milliards environ, dénotant un ralentissement des opérations de réescompte tandis que le montant des effets escomptés par les quatre

grands établissements de crédit est plutôt en augmentation.

L'économie française souffrait du manque de capitaux consécutif aux sorties abondantes qui se sont produites de 1935 à 1938. Dans une certaine mesure, elles avaient été compensées par les disponibilités provenant des avances de la Banque de France, bien que celles-ci aient surtout servi à financer de nouvelles exportations de capitaux, mais si pendant cette période, la somme des billets en circulation et des dépôts des quatre grands établissements de crédit a augmenté, passant de 115 milliards à 140 milliards environ, il faut remarquer qu'en réalité la masse monétaire — billets et dépôts — a diminué si on tient compte de la dépréciation de la monnaie et de la hausse des prix.

Les retours de capitaux ont déjà permis de ramener le taux de l'argent à court terme à un niveau suffisamment bas; il reste à souhaiter que la sécurité monétaire revenue incite les capitaux qui rentrent à s'investir à long terme de façon que l'aisance monétaire se manifeste également sur le marché financier où les disponibilités restent peu abondantes et les taux trop élevés.

A côté de ces rentrées de capitaux, la persistance de reports peu élevés sur le marché des changes à terme, dénote le retour de la confiance monétaire en montrant que la spéculation a cessé de jouer à la baisse du franc. En effet, depuis le début de décembre le taux des reports sur la livre est resté inférieur à la disparité des taux d'in-

térêt et si, sur le dollar qui subit moins que les monnaies européennes les conséquences de la situation internationale, il lui est encore supérieur, l'écart n'est plus considérable et va d'ailleurs en diminuant.

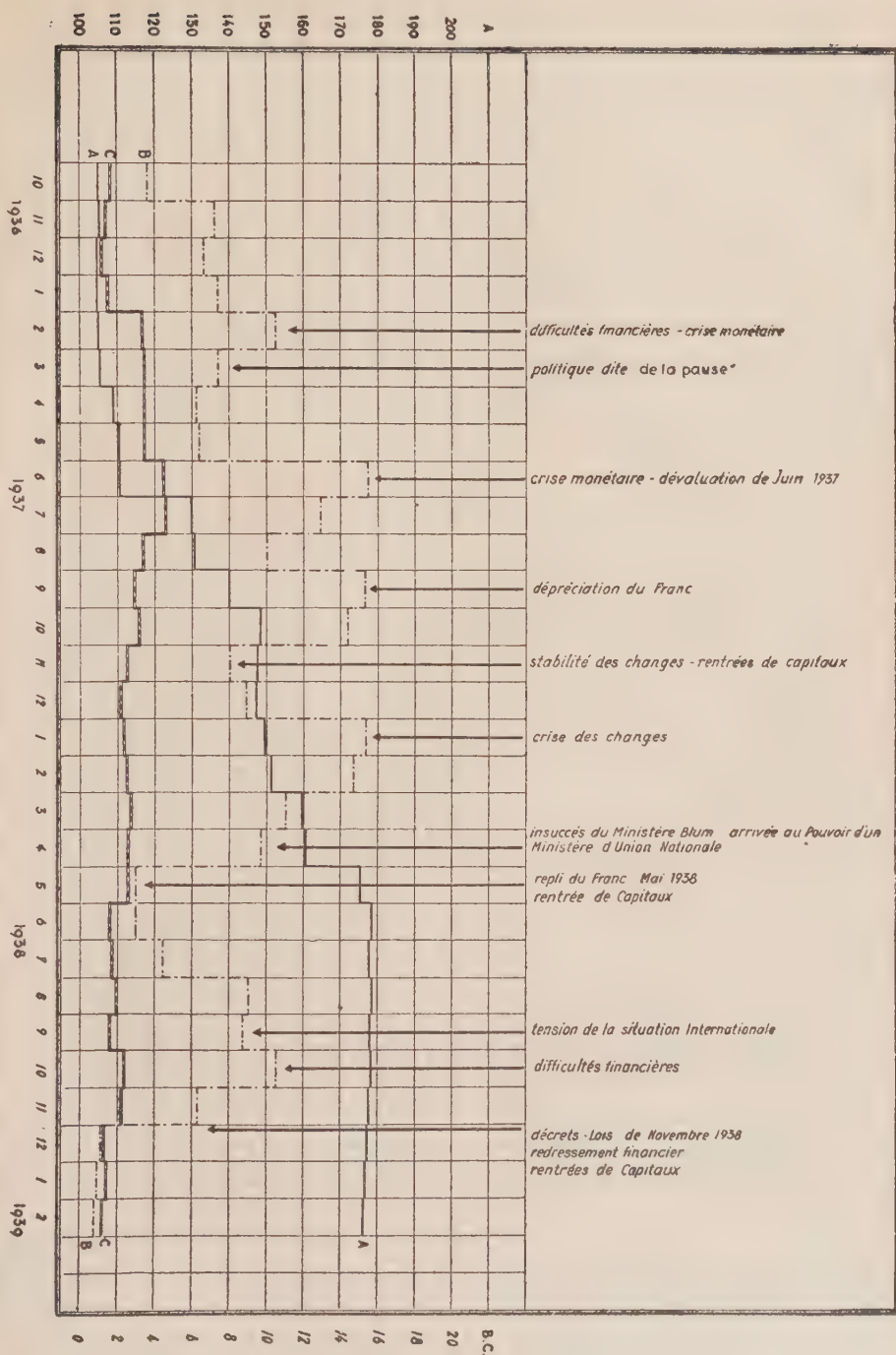
|                   | Livre au<br>comptant | Report<br>sur livre<br>à 3 mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts |
|-------------------|----------------------|---------------------------------|-----------------------------|----------------------------------|
| Décembre 1938 ..  | 177,45               | 0,58                            | 1,30                        | 1,42                             |
| Janvier 1939 .... | 177,03               | 0,47                            | 1,06                        | 1,44                             |
| Février 1939 .... | 176,99               | 0,40                            | 0,90                        | 1,41                             |

|                   | Dollar au<br>comptant | Report sur<br>dollar<br>à 3 mois | Taux<br>annuel<br>du report | Disparité des<br>taux d'intérêts |
|-------------------|-----------------------|----------------------------------|-----------------------------|----------------------------------|
| Décembre 1938 ..  | 37,99                 | 0,30                             | 3,15                        | 1,92                             |
| Janvier 1939 .... | 37,92                 | 0,25                             | 2,61                        | 1,55                             |
| Février 1939 .... | 37,77                 | 0,19                             | 2,01                        | 1,50                             |

Depuis la dévaluation de septembre 1936, c'est la première fois que les mouvements de capitaux et l'évolution du marché à terme indiquent de façon si nette et pendant si longtemps que le franc est redevenu une monnaie forte et que sa stabilité future paraît assurée.

La tension de la situation internationale vers le 20 mars permet de confirmer cette impression puisque les reports sur changes, qui se sont élevées à ce moment sous la menace d'un conflit, n'ont jamais atteint des taux excessifs et se sont immédiatement et rapidement détendus.

Livre au comptant (A) — Taux annuel du report sur la livre à 3 mois (B) — Disparité des taux d'intérêt entre Paris et Londres (C)





## CHAPITRE VI

---

# L'Avenir du Franc et les conditions de sa stabilité future

---

Actuellement, la couverture du franc est fortement assurée. Au début de mars 1939, l'encaisse-or étant de 87.265 millions (1), alors que les engagements à vue de la Banque de France s'élèvent à 138.705 millions, la ratio est de 62,91 % tandis que le pourcentage légal n'est que de 35 %. Encore faut-il remarquer que les réserves d'or du fonds de stabilisation augmentent en fait ce pourcentage et que l'encaisse est comptabilisée sur la base de 27 mg. 5 d'or pour un franc, alors que la valeur actuelle du franc telle qu'elle résulte du cours du dollar ou du prix d'achat du kilogramme d'or par la Banque de France ne dépasse guère 26 mg. d'or.

Néanmoins, si la situation du franc se retournait sur le marché des changes, il ne pourrait être défendu de façon durable par des envois d'or. Les réserves d'or du fonds

---

(1) L'encaisse-or de la Banque de France a été portée à 92.265 millions le 20 avril 1939, le fonds de stabilisation ayant revendu à cette date 5 milliards d'or à l'institut d'émission.

s'épuiserait dans ce cas aussi vite qu'elles se sont reconstituées. Quant à l'encaisse de la Banque de France, si elle est suffisante pour assurer largement la couverture, il ne faut pas oublier qu'en valeur absolue elle a dangereusement diminué.

On se rappelle qu'en septembre 1936, le Chef du Gouvernement alors au pouvoir estimait qu'au point de vue de la sécurité nationale, il était prudent de ne pas laisser tomber l'encaisse au-dessous de 50 milliards de francs à 65 mg. 5; or, comptée sur la base de 27 mg. 5 pour un franc, le stock d'or de l'institut d'émission devrait atteindre 120 milliards environ pour correspondre à ce chiffre.

De ces considérations il ressort que, pour assurer la stabilité de la monnaie, il faut qu'il y ait, sur l'ensemble des opérations traitées sur le marché des changes, pendant des périodes de durée assez longue, équilibre entre les offres et les demandes de francs en dehors de toute intervention du fonds de stabilisation des changes.

Ces offres et ces demandes de francs résultent de l'état de la balance des paiements.

### 1° La balance des paiements

L'examen de la balance des paiements de la France pour les dernières années montre comment ont évolué les offres et les demandes de francs et quelles sont en définitive les causes de la faiblesse du franc.

*Balance des paiements de la France (1)*  
(en millions de francs à 65 mg. 5)

|                                                | 1935   |        | 1936   |         | 1937  |         |
|------------------------------------------------|--------|--------|--------|---------|-------|---------|
|                                                | C.     | D.     | C.     | D.      | C.    | D.      |
| Commerce extérieur ....                        |        | 6.000  |        | 8.350   |       | 10.050  |
| Frêt . . . . .                                 | 1.300  |        | 1.200  |         | 1.200 |         |
| Assurance . . . . .                            | 100    |        | 87     |         | 80    |         |
| Transit . . . . .                              | 200    |        | 188    |         | 200   |         |
| Remises des ouvriers émi-<br>grés . . . . .    |        | 750    |        | 675     |       | 650     |
| Tourisme . . . . .                             | 750    |        | 850    |         | 1.300 |         |
| Intérêts-arrérages. . . .                      | 4.000  |        | 3.850  |         | 3.925 |         |
| (Solde de la balance des<br>revenus) . . . . . |        | (400)  |        | (2.850) |       | (3.995) |
| Mouvements visibles de<br>capitaux . . . . .   | 1.750  |        | 430    |         | 2.245 |         |
| Mouvements d'or . . . .                        | 15.000 |        | 20.750 |         | 6.500 |         |
| Mouvements invisibles<br>de capitaux . . . . . |        | 16.350 |        | 18.830  |       | 4.750   |

Il est certain que, pendant les années 1936 et 1937, le déficit du commerce extérieur a contribué dans une certaine mesure à la faiblesse du franc. S'il est normal qu'un pays comme la France qui possède d'importantes créances sur l'étranger ait une balance commerciale déficitaire pour que ses débiteurs puissent la payer en exportations, les déficits atteints en 1936 et 1937 sont trop considérables puisque, pour ces années, la balance des revenus a un solde débiteur s'élevant à 3 milliards pour la première année, à 4 milliards pour la seconde.

Néanmoins, à lui seul, le déficit du commerce extérieur n'aurait pu compromettre la stabilité du franc que s'il s'était prolongé pendant de nombreuses années. Au contraire, les mouvements de capitaux, en raison des chiffres

---

(1) D'après les évaluations de MM. L. Rist et Ph. Schwob (*France Economique*).

élevés pour lesquels ils interviennent, ont eu une action prépondérante sur la dépréciation de la monnaie.

En 1938, bien que les chiffres ne soient pas encore connus, il semble que la balance des paiements ait été équilibrée sans qu'il y ait eu de mouvements d'or importants. Le déficit du commerce extérieur a en effet notablement diminué et d'après le compte rendu des opérations de la Banque de France pour 1938, les mouvements de capitaux ont été sensiblement équilibrés.

D'ailleurs il semble que les quantités d'or détenues par l'institut d'émission et le fonds de stabilisation à la fin de décembre 1938 soient assez voisines de celles qu'il possédait à la fin de décembre 1937.

|                                            | Or<br>de<br>l'encaisse | Or du fonds<br>(chiffres<br>approximatifs) | TOTAL |
|--------------------------------------------|------------------------|--------------------------------------------|-------|
| <i>(en milliards de francs à 27 mg. 5)</i> |                        |                                            |       |
| Fin décembre 1937..                        | 92                     | 6                                          | 98    |
| Fin décembre 1938..                        | 87,2                   | 10,5                                       | 97,7  |

Pour que le franc demeure stable, il est nécessaire que l'équilibre de la balance des paiements continue d'être obtenu sans qu'il y ait exportation d'or appréciable.

Il ne paraît pas qu'actuellement le déficit du commerce extérieur rende impossible un tel résultat. Le chiffre qu'il atteint, ces derniers mois, doit permettre en effet l'équilibre de la balance des revenus. D'ailleurs, le déficit trop considérable des années 1936 et 1937 semble être dû en grande partie à l'organisation défectueuse du travail; or

il apparaît que les modifications qui ont été apportées dans ce domaine au mois de novembre donnent de bons résultats.

Il reste à savoir si le courant des capitaux qui depuis novembre nous est favorable, ne risque pas de se renverser et de compromettre à nouveau l'équilibre de la balance des paiements et la stabilité du franc.

Etant donné l'influence prépondérante que les migrations de capitaux exercent sur la solidité des monnaies, il n'est pas inutile d'étudier les facteurs qui les déterminent.

## **2° L'insécurité monétaire. — Principal facteur des sorties de capitaux**

Deux éléments entrent en jeu pour déterminer les mouvements de capitaux : le rendement et la sécurité.

Pour les capitaux le rendement est représenté par le revenu qu'ils rapportent, c'est-à-dire par le loyer de l'argent, compte tenu des éléments, tels que le régime fiscal, qui modifient le taux de l'intérêt.

La sécurité est l'assurance pour les capitaux de ne pas être amputés d'une partie de leur valeur. Cette réduction de valeur peut provenir d'un impôt sur le capital mais le principal danger que redoutent les capitaux est une dépréciation de la monnaie du pays où ils s'investissent, que cette dévaluation soit volontaire ou forcée.

Si, à sécurité égale, les capitaux sont très sensibles aux

différences de rendement, au contraire, dès que dans un pays, la stabilité de la monnaie paraît compromise, l'influence du rendement sur les migrations de capitaux devient presque nulle; en effet, l'appât d'un taux d'intérêt plus élevé ne suffit pas alors à compenser l'action exercée par la crainte de subir une perte de capital. Aussi a-t-on vu pendant trois ans les capitaux quitter la France bien que le taux de l'intérêt y ait été plus élevé qu'à l'étranger parce que, depuis 1935, la stabilité du franc a été constamment mise en doute.

A l'origine, il semble qu'on ait craint une dévaluation volontaire faite dans le but de ramener les prix français au niveau des prix mondiaux pour faciliter une reprise économique qui, par suite de l'influence qu'elle aurait eue sur les recettes de l'Etat, aurait permis d'équilibrer les finances publiques sans qu'il y ait eu à prendre des mesures impopulaires. Mais par la suite, le déficit grandissant des finances de l'Etat a rendu nécessaire, en raison des difficultés qu'il y avait à emprunter, le recours aux avances provisoires de la Banque de France. Pour faire face au découvert de la Trésorerie, la Banque de France a avancé à l'Etat, de 1936 à 1938, 52 milliards auxquels il faut ajouter les 7 milliards provenant de la réévaluation de l'encaisse au mois d'octobre 1936. C'est alors la crainte de cette inflation croissante et de sa répercussion sur la tenue de la monnaie qui a entraîné des fuites constantes de capitaux.

### 3° Les effets de l'inflation. — Inefficacité du contrôle des changes

Les signes monétaires ainsi créés n'ont pas pour origine la conclusion d'une opération commerciale. Ils augmentent donc définitivement la circulation monétaire, car il n'existe pas d'échéances auxquelles ils seront résorbés automatiquement; par ailleurs ils ne correspondent pas à une augmentation de l'activité économique. Il résulte de là que s'ils sont émis en grande quantité, d'une part la couverture peut être dangereusement compromise, d'autre part leur multiplication excessive eu égard au volume des échanges, risque de provoquer une hausse des prix, donc une dépréciation de la monnaie.

Ainsi, les sorties de capitaux ne font-elles que hâter la dépréciation de la monnaie; mais elles n'en sont pas en définitive la cause première puisque l'inflation par elle-même l'aurait fatalement entraînée. La seule différence est que s'il y a fuite des capitaux, la hausse des changes précède la hausse des prix au lieu de lui être postérieure.

C'est pourquoi l'institution du contrôle des changes, qui a été préconisée comme moyen d'assurer la stabilité de la monnaie, ne peut en réalité empêcher sa baisse de valeur.

Le contrôle des changes a pour but d'éviter les sorties de capitaux puisque par sa mise en œuvre se trouvent interdits tous les achats de devises étrangères qui ne sont pas justifiés par les besoins du commerce international. Il

semble d'ailleurs que dans le cas particulier de la France, il y ait quelque difficulté à obtenir de cette façon l'équilibre de la balance des paiements. Il faut en effet remarquer que notre balance des revenus comprend un montant élevé d'intérêts et arrérages que l'étranger nous doit chaque année. Or, on ne voit pas comment le contrôle des changes permettrait d'assurer le rapatriement de ces créances sur l'étranger; il subsisterait là un moyen indirect de faire sortir les capitaux. Il faudrait alors, pour assurer l'équilibre de la balance des paiements, étendre le contrôle au commerce extérieur afin d'éviter tout déficit de la balance commerciale.

Mais, même en supposant que grâce à un contrôle de plus en plus envahissant (1) l'équilibre entre les offres et les demandes de francs soit enfin réalisé sur le marché des changes, il n'en reste pas moins que l'inflation subsiste et que ses conséquences ne peuvent être évitées.

L'émission de signes monétaires en quantités massives compromet alors la couverture de la monnaie; l'encaisseur ne représente plus, du fait de leur augmentation exagérée, qu'un pourcentage très réduit des engagements à vue de la Banque d'émission et il devient évident que la reprise de la convertibilité des billets à la parité or correspondant au cours coté sur le marché officiel des changes, sera désormais impossible et que par conséquent la valeur réelle de la monnaie n'a pas été conservée.

---

(1) Voir : *Où mènent les contrôles des changes*, par R. A. (*Europe Nouvelle*, 13 février 1937).

D'ailleurs, à côté des négociations effectuées sur le marché officiel des changes appelé marché blanc, il y a toujours des transactions passées sur des marchés plus ou moins secrets, marchés gris et marchés noirs, par les personnes qui veulent se procurer des devises étrangères sans que leurs achats puissent être justifiés par les besoins du commerce international. Les cours auxquels se négocie la monnaie sur ces marchés tiennent compte de sa valeur réelle. L'écart qui les sépare du cours contrôlé pratiqué sur le marché officiel des changes, fait connaître la dépréciation de l'unité monétaire et permet d'en apprécier l'importance.

Enfin, la dépréciation se traduit par une hausse des prix intérieurs, si ceux-ci ne sont pas fixés arbitrairement. Il faudrait en effet, pour que les prix ne montent pas, que l'activité économique se développe proportionnellement à l'augmentation de la masse monétaire ou que les billets nouvellement émis soient employés à alimenter les besoins de l'Etat par la voie des souscriptions de bons du Trésor.

Mais, en fait, la réalité est différente. L'inflation fait naître une atmosphère de méfiance d'autant plus accentuée que le contrôle des changes interdit aux capitaux la possibilité de se mettre en sûreté à l'étranger. L'argent disponible dont la valeur apparaît précaire se convertit en biens; on assiste à une véritable fuite devant la monnaie. La vitesse de circulation des signes monétaires augmentant en même temps que leur volume, ils se déprécient rapidement.

C'est donc en définitive l'inflation qui constitue l'obstacle le plus dangereux à la stabilité de la monnaie. La crainte de ses effets, en faisant fuir les capitaux, entraîne la dépréciation de la monnaie sur le marché des changes et nous avons vu que le contrôle des changes ne peut être un remède car s'il empêche les sorties de capitaux, il n'évite pas que l'inflation ait pour résultat un avilissement de l'unité monétaire.

Par suite, c'est en évitant l'inflation et tout ce qui peut la provoquer qu'on peut assurer la stabilité de la monnaie.

#### **4° La cause de l'inflation : le déséquilibre prolongé entre les dépenses de l'Etat et ses ressources**

L'inflation peut provenir du développement inconsidéré des crédits privés, mais en France, la prudence dont les banques font preuve dans la distribution du crédit, écarte tout danger à ce point de vue.

En revanche, le déséquilibre habituel des finances publiques est inquiétant car la persistance pendant une longue durée d'un écart important entre les dépenses et les recettes de l'Etat conduit presque fatalement à l'inflation. La seule façon régulière pour l'Etat de combler son déficit est l'emprunt. Mais, en empruntant, il augmente progressivement les charges de la dette publique pour les exercices futurs alors que déjà les arrérages de celle-ci constituent une charge très lourde pour le budget de l'Etat

et il rend de plus en plus difficile le retour à l'équilibre. Par ailleurs, les emprunts publics en retirant des capitaux à l'économie du pays et en élevant les taux d'intérêt compromettent la prospérité nationale et par voie de conséquence les ressources futures de l'Etat. Enfin, lorsque les recours au crédit se multiplient, il arrive un moment où, malgré l'élévation des taux d'intérêt, les emprunts ne peuvent produire suffisamment tant l'argent se fait rare.

Ces trois raisons, à des degrés différents, entraînent l'Etat à recourir aux avances de l'institut d'émission lorsque le déficit des finances publiques est à la fois important et durable.

Aussi la destinée du franc dépend-elle surtout de ce que sera dans l'avenir la gestion des finances publiques. L'effort fait au mois de novembre dernier paraît donner à ce point de vue les résultats qu'on en espérait.

Effectivement, l'abaissement du taux de l'intérêt et les modifications apportées au régime du travail semblent permettre au pays de supporter la surcharge qui lui a été imposée du fait de l'accroissement de la fiscalité.

Dans ces conditions, on peut espérer que le rendement des impôts escompté et les plus-values espérées se réaliseront. Le découvert de la Trésorerie n'en demeure pas moins de l'ordre de 35 milliards ; encore sera-t-il certainement augmenté du fait de l'accroissement des dépenses militaires qui comptent déjà pour 25 milliards dans ce total. Comme ces crédits militaires devront sans doute subsister pendant une période assez longue, il faudra en tenir compte pour l'établissement des budgets futurs.

Les charges fiscales ne pouvant être augmentées à l'infini, des économies sont nécessaires car il serait téméraire d'attendre d'une seule reprise économique la résorption du déficit.

M. Paul Reynaud a du reste déclaré au mois de novembre dernier que, pour résoudre le problème monétaire, il faudrait que la France, travaille plus et que l'Etat dépense moins. Sur ce dernier point, au moins, les résultats apparaissent jusqu'ici insuffisants. Il ne faut pas oublier en effet que malgré certaines économies, les décrets-lois ont en définitive porté les dépenses de l'Etat de 64,500 millions à 66.300 millions.

Heureusement, M. Paul Reynaud a affirmé nettement que son intention était d'obtenir à l'avenir un équilibre complet entre les ressources et les dépenses de l'Etat. De plus, ses dernières déclarations laissent entendre que cet équilibre sera recherché dans une politique d'économies à l'exclusion de toute augmentation d'impôt.

On ne peut qu'espérer que ces intentions auront des conséquences pratiques. Ce n'est pas que le déficit des finances publiques pour 1939 apparaisse dangereux. L'épuisement de la marge restante de 3.950 millions des avances provisoires et le relèvement du montant des avances permanentes de 3.200 millions à 10 milliards au mois de novembre ont porté les disponibilités du Trésor à 15 milliards et devaient permettre, selon M. Paul Reynaud, d'assurer les échéances jusqu'à la fin de mars. Dans ces conditions, les sommes à trouver pour faire face au découvert de 1939 se

trouvent diminuées d'autant et le surplus devrait être assez facilement fourni par l'emprunt, étant donné que l'argent est de nouveau abondant en France.

Mais il est certain que si un écart supérieur à 35 milliards devait subsister dans l'avenir entre les recettes et les dépenses de l'Etat, la stabilité du franc serait rapidement remise en question.



## Conclusion

---

La monnaie d'un pays est en définitive liée à l'équilibre financier de ce pays. Elle faiblit si les dépenses de ce pays sont trop élevées par rapport à ses revenus, que cette situation provienne d'une activité économique trop réduite ou du montant trop élevé des charges improductives de l'Etat.

Par anticipation, tous les faits qui peuvent avoir une telle conséquence font naître des craintes pour l'avenir et déterminent par avance la faiblesse de la monnaie. Pour un pays en effet, la mise en œuvre d'un programme dont les conséquences entraîneraient une augmentation exagérée des charges de l'Etat, l'existence d'une agitation sociale qui désorganise l'économie nationale ou des risques de guerres, agissent également à la baisse de la monnaie, car ces différentes éventualités ont pour effet de créer un déséquilibre entre les dépenses et les revenus de ce pays.

Actuellement, le franc, comme la livre, se ressent de l'incertitude de la situation extérieure. L'insécurité de l'avenir et les dépenses que dès maintenant cette situation entraîne, sont pour sa stabilité une grave source d'écueils. Mais c'est une raison pour ne pas ajouter à cette cause

de faiblesse, d'origine extérieure, toutes celles qui pourraient résulter de difficultés financières intérieures.

Pour s'opposer au retour de celles-ci et éviter notamment la réapparition de l'inflation qui est pour la monnaie un facteur si puissant de dépréciation, il est nécessaire de rétablir entre les revenus du pays et les dépenses publiques, un équilibre tel que les charges de l'Etat puissent être couvertes par ses ressources normales sans qu'une fiscalité excessive retire au pays les disponibilités qui sont nécessaires à sa prospérité.

Dans la mesure où cette condition pourra être remplie, la stabilité future du franc sera assurée.

VU :

Pour le Doyen,

*L'Assesseur :*

G. GIDEL.

VU, *Le Président :*

Jean LESCURE.

VU et permis d'imprimer :

*Le Recteur de l'Académie de Paris,*

ROUSSY.

# Bibliographie

---

## OUVRAGES ET ARTICLES

- L. BAUDIN. — *La monnaie ; ce que tout le monde devrait en savoir.*  
P. HUGON. — *La législation récente du franc français.*  
J. LESCURE. — *Le marché des capitaux en France et ses particularités récentes.* Revue d'Economie Politique, 1923.  
G. PIROU. — *La monnaie française 1936-1938.*  
H. TRUCHY, — *Cours d'Economie Politique.*  
P.-B. VIGREUX. — *De la monnaie à l'économie en France, 1933-1938.*

## PERIODIQUES

- Activité économique.*  
*Bulletin quotidien de la Société d'études et d'informations économiques.*  
*Europe nouvelle.*  
*Financial Times.*  
*France économique.*  
*Information.*  
*Revue d'économie politique.*  
*Revue économique et financière.*  
*Revue de Paris.*  
*Revue politique et parlementaire.*  
S. D. N. — *Monnaies et Banques.*  
S. D. N. — *Bulletin mensuel de statistique.*  
*Temps.*  
*Times.*



# Table des Matières

---

|                                                                                                                           |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Introduction .....                                                                                                        | 1   |
| <i>Chapitre I.</i> — De la stabilisation de 1928 à la dévaluation de 1936 .....                                           | 3   |
| <i>Chapitre II.</i> — Indices qui permettent d'apprécier la solidité de la monnaie .....                                  | 9   |
| 1 <sup>o</sup> ) Les changes au comptant et les mouvements d'or .....                                                     | 10  |
| 2 <sup>o</sup> ) Le marché des changes à terme .....                                                                      | 12  |
| <i>Chapitre III.</i> — Le franc élastique entre 43 et 49 mg. d'or. — Loi monétaire du 1 <sup>er</sup> octobre 1936 .....  | 21  |
| 1 <sup>o</sup> ) Le nouveau régime monétaire .....                                                                        | 21  |
| 2 <sup>o</sup> ) L'accord tripartite .....                                                                                | 23  |
| 3 <sup>o</sup> ) Le franc maintenu par le fonds de stabilisation à égale distance de ses limites légales .....            | 26  |
| 4 <sup>o</sup> ) Les raisons de la faiblesse du franc .....                                                               | 34  |
| 5 <sup>o</sup> ) Les mesures prises au mois de mars .....                                                                 | 36  |
| 6 <sup>o</sup> ) Le franc oscillant entre ses limites légales .....                                                       | 38  |
| <i>Chapitre IV.</i> — Le franc flottant. — Décret-loi du 30 juin 1937 ....                                                | 47  |
| 1 <sup>o</sup> ) Le nouveau régime monétaire .....                                                                        | 47  |
| 2 <sup>o</sup> ) Juillet-octobre 1937 : la dépréciation du franc .....                                                    | 48  |
| 3 <sup>o</sup> ) Octobre-décembre 1937 : le franc stable .....                                                            | 56  |
| 4 <sup>o</sup> ) Les crises des changes de janvier et mars 1938 .....                                                     | 60  |
| <i>Chapitre V.</i> — Le Repli de mai 1938 : le franc partiellement rattaché à la livre sterling .....                     | 71  |
| 1 <sup>o</sup> ) Le franc sous-évalué .....                                                                               | 71  |
| 2 <sup>o</sup> ) Été 1938 : faiblesse du franc .....                                                                      | 79  |
| 3 <sup>o</sup> ) Le redressement de novembre 1938 .....                                                                   | 85  |
| <i>Chapitre VI.</i> — L'avenir du franc et les conditions de sa stabilité future .....                                    | 95  |
| 1 <sup>o</sup> ) La balance des paiements .....                                                                           | 96  |
| 2 <sup>o</sup> ) L'insécurité monétaire, principal facteur des sorties de capitaux .....                                  | 99  |
| 3 <sup>o</sup> ) Les effets de l'inflation. — Inefficacité du contrôle des changes .....                                  | 101 |
| 4 <sup>o</sup> ) La cause de l'inflation. — Le déséquilibre prolongé entre les dépenses de l'Etat et ses ressources ..... | 104 |
| Conclusion .....                                                                                                          | 109 |
| Bibliographie .....                                                                                                       | 111 |

IMPRIMERIE DE L'EST  
— CHAUMONT —



